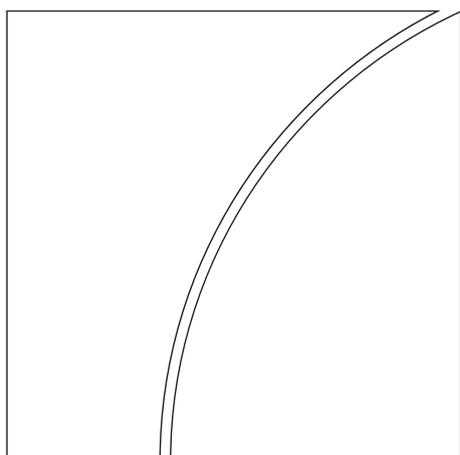




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



# 74° Informe Anual

1 de abril de 2003–31 de marzo de 2004

Basilea, 28 de junio de 2004

Las publicaciones del BPI pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements  
Press & Communications  
CH-4002 Basilea, Suiza

E-mail: [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

Fax: +41 61 280 9100 y +41 61 280 8100

© *Banco de Pagos Internacionales, 2004. Reservados todos los derechos.  
Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que  
se indique su procedencia.*

ISSN 1560-3024 (versión impresa)

ISSN 1682-7740 (en línea)

ISBN 92-9131-510-9 (versión impresa)

ISBN 92-9197-510-9 (en línea)

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

El presente Informe puede consultarse en la dirección del BPI en Internet ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Índice

Carta de presentación .....	1
<b>I. Introducción: ¿ha llegado el momento para el reequilibrio?</b> .....	<b>3</b>
Al fin, un crecimiento más rápido .....	5
Otros acontecimientos, tanto esperados como inesperados .....	9
<b>II. Evolución de las economías industrializadas avanzadas</b> .....	<b>13</b>
Aspectos más destacados .....	13
La recuperación mundial en 2003 .....	14
<i>Repunte del crecimiento</i> .....	14
<i>Cambios en la composición del crecimiento</i> .....	16
<i>Perspectivas a corto plazo</i> .....	18
Las perspectivas de productividad .....	21
<i>Niveles de productividad</i> .....	21
<i>Crecimiento de la productividad</i> .....	22
<i>Medidas de la productividad en el sector empresarial</i> .....	23
<i>Perspectivas de futuro</i> .....	25
La inflación .....	26
<i>Perspectivas de inflación</i> .....	27
Los balances del sector privado .....	29
<i>Balances de las empresas</i> .....	29
<i>Balances de los hogares</i> .....	30
Las perspectivas fiscales .....	32
<i>Inquietud por las débiles posiciones fiscales</i> .....	32
<i>La cuestión del envejecimiento</i> .....	34
La evolución de la cuenta corriente .....	35
<i>Aumento de los desequilibrios por cuenta corriente mundiales</i> .....	35
<i>Sustanciales incertidumbres a medio plazo</i> .....	38
<i>Proceso de ajuste</i> .....	40
<b>III. Evolución de las economías de mercado emergentes</b> .....	<b>44</b>
Aspectos más destacados .....	44
La reanudación de las entradas de capital .....	46
<i>Determinantes de las recientes entradas de capital</i> .....	48
<i>La sostenibilidad de las entradas de capital</i> .....	50
Tipos de cambio y acumulación de reservas .....	51
<i>Políticas económicas utilizadas</i> .....	51
<i>Desafíos de cara al futuro</i> .....	54
Estímulos crediticios a la demanda y al gasto de los hogares .....	57
<i>¿Exceso de endeudamiento de los hogares?</i> .....	59
<i>¿Recalentamiento de los mercados inmobiliarios?</i> .....	60
<i>Políticas de respuesta y cuestiones pendientes</i> .....	61

Los auges económicos de China y la India .....	62
<i>El origen de la reciente expansión de China</i> .....	62
<i>Repercusiones de ámbito regional y mundial</i> .....	63
<i>Sostenibilidad de la actual expansión</i> .....	65
<i>Aceleración del crecimiento en la India</i> .....	67
Los mercados y los precios de los productos básicos .....	69
<i>Evolución reciente y tendencias a largo plazo</i> .....	69
<i>Posibles repercusiones para la política económica</i> .....	72
<b>IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados</b> .....	<b>75</b>
Aspectos más destacados .....	75
Repaso a los acontecimientos .....	76
<i>Estados Unidos</i> .....	76
<i>Zona del euro</i> .....	79
<i>Japón</i> .....	82
<i>Países con objetivos de inflación explícitos</i> .....	84
Liquidez internacional: el papel de la política monetaria en el G-3 .....	87
La comunicación de la política monetaria .....	90
<i>La importancia de una buena comunicación</i> .....	90
<i>Tendencias hacia una mayor apertura</i> .....	92
<i>Análisis retrospectivo</i> .....	92
<i>Diferentes estrategias de comunicación</i> .....	95
<i>Retos para la comunicación</i> .....	96
<b>V. Los mercados de divisas</b> .....	<b>98</b>
Aspectos más destacados .....	98
Evolución de los tipos de cambio: los hechos .....	99
Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes .....	103
<i>El déficit por cuenta corriente estadounidense</i> .....	103
<i>Diferenciales de tipos de interés</i> .....	104
<i>Políticas cambiarias en Asia</i> .....	106
La financiación de los desequilibrios externos y la función de las reservas de divisas .....	109
<i>La financiación de los déficit por cuenta corriente en países industrializados desde 1973</i> .....	109
<i>La función de las reservas de divisas</i> .....	113
<b>VI. Los mercados financieros</b> .....	<b>119</b>
Aspectos más destacados .....	119
Las curvas de rendimientos y la política monetaria .....	120
<i>Curvas de rendimientos y expectativas</i> .....	120
<i>Ventas masivas durante el verano</i> .....	122
<i>Correlaciones cambiantes entre los mercados de bonos</i> .....	124
<i>Acumulación de reservas en el sector oficial</i> .....	125
<i>Empleo no agrícola en Estados Unidos y rendimientos de los bonos</i> .....	126
<i>El funcionamiento de los mercados con tipos de interés bajos</i> .....	127
Los mercados bursátiles y el apetito por el riesgo .....	128
<i>El papel de las variables macroeconómicas fundamentales</i> .....	130
<i>El papel del apetito por el riesgo de los inversionistas</i> .....	131
Mercados de bonos de empresa y el riesgo de crédito .....	133
<i>La mejora de las variables fundamentales</i> .....	133
<i>Recuperación del apetito por el riesgo</i> .....	135

Financiación de la deuda externa de los mercados emergentes . . . . .	137
<i>Vulnerabilidad ante cambios en las condiciones de financiación</i> . . . . .	138
<i>Reestructuraciones de deuda</i> . . . . .	140
Búsqueda de rentabilidad: causas y consecuencias . . . . .	142
<i>Tasas nominales de rendimientos fijadas como objetivo</i> . . . . .	142
<i>La utilización de los CDO de arbitraje</i> . . . . .	144
<i>Consecuencias de la búsqueda de rentabilidad</i> . . . . .	144
<b>VII. El sector financiero</b> . . . . .	<b>146</b>
Aspectos más destacados . . . . .	146
La evolución del sector financiero . . . . .	146
<i>La banca comercial</i> . . . . .	147
<i>El sistema bancario japonés</i> . . . . .	149
<i>La banca de inversión</i> . . . . .	151
<i>El sector asegurador</i> . . . . .	152
Factores que favorecieron los buenos resultados . . . . .	154
<i>Factores cíclicos</i> . . . . .	154
<i>Factores estructurales</i> . . . . .	156
<i>Reestructuración del sector bancario</i> . . . . .	156
<i>Estrategias de la banca minorista</i> . . . . .	157
<i>Mercados de transferencia del riesgo</i> . . . . .	158
Mayor propensión a asumir riesgos . . . . .	160
<i>Manifestaciones de la asunción de riesgos</i> . . . . .	160
<i>Factores que contribuyen a asumir más riesgo</i> . . . . .	162
<i>Peligros potenciales</i> . . . . .	163
La deuda de los hogares y la estabilidad financiera . . . . .	164
<b>VIII. Conclusión: cambio, incertidumbre y diseño de políticas</b> . . . . .	<b>169</b>
¿Será sostenible la expansión? . . . . .	171
Políticas de estabilidad monetaria y financiera . . . . .	177
Organización, buen gobierno y actividades . . . . .	187
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco . . . . .	220
Bancos centrales miembros del BPI . . . . .	223
Estados financieros . . . . .	225
Informe de los auditores . . . . .	250
Resumen gráfico de los últimos cinco años . . . . .	251

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 4 y el 10 de junio de 2004.

## Gráficos

II.1	Tipo de interés real, posición fiscal estructural y brecha del producto .....	15
II.2	Participación de los beneficios y tasas de ahorro .....	18
II.3	Indicadores de capacidad ociosa en EEUU .....	19
II.4	Recuperación económica en la actualidad y en el pasado en EEUU ..	20
II.5	Tendencias de la productividad total de los factores (PTF) .....	25
II.6	Variación de la inflación y brecha del producto, 1979–2004 .....	28
II.7	Endeudamiento por sectores .....	29
II.8	Resultados financieros netos por sectores .....	37
II.9	Cuenta corriente, brecha de la demanda y tipo de cambio efectivo real .....	40
III.1	Producción industrial .....	44
III.2	Determinantes de los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes .....	49
III.3	Tipos de cambio efectivos nominales .....	52
III.4	Tipos de interés a corto plazo en Asia .....	54
III.5	Crédito a los hogares y precios de la propiedad inmobiliaria .....	58
III.6	Demanda de importaciones de China .....	64
III.7	Inversión, oferta monetaria, crédito y precios en China .....	66
III.8	El sector de las tecnologías informáticas (TI) en la India .....	68
III.9	Precios de los productos básicos y tipo de cambio efectivo nominal de EEUU .....	70
III.10	Perspectiva histórica de los precios reales de los productos básicos no petrolíferos .....	71
III.11	Países exportadores de productos básicos y volatilidad del crecimiento del PIB .....	73
IV.1	Indicadores económicos de Estados Unidos .....	76
IV.2	Estrategias de salida en Estados Unidos .....	79
IV.3	Indicadores económicos de la zona del euro .....	80
IV.4	Precios de la vivienda ajustados por la inflación .....	81
IV.5	Indicadores económicos de Japón .....	82
IV.6	Balance del Banco de Japón .....	83
IV.7	Inflación y tipos de interés oficiales en países con objetivos de inflación explícitos .....	85
IV.8	Tipos de cambio en países con objetivos de inflación explícitos ....	86
IV.9	Política monetaria del G–3 e indicadores de liquidez mundial .....	87
IV.10	Errores de las previsiones del mercado sobre la política monetaria .....	94
IV.11	Reacción de los tipos de interés del mercado a las decisiones monetarias .....	94
V.1	Tipos de interés, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen .....	99
V.2	Tipos de cambio de otros países industrializados .....	100
V.3	Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes .....	100
V.4	Distribuciones de probabilidad del dólar frente al euro y al yen ....	101
V.5	Tipos de cambio efectivos nominales del dólar, el euro y el yen ....	102
V.6	Déficit por cuenta corriente de EEUU y su financiación .....	103
V.7	Movimientos de inversión de cartera entre las tres principales regiones económicas .....	105
V.8	Efectos de la intervención en el mercado yen/dólar .....	108
V.9	Tipos de cambio a plazo a 12 meses .....	108
V.10	Ajustes de la cuenta corriente y flujos financieros .....	111
V.11	Ajuste de la cuenta corriente de EEUU y flujos financieros .....	112
VI.1	Tipos de interés a corto y largo plazo .....	120
VI.2	Volatilidad y primas por plazo en los mercados de renta fija .....	121

VI.3	Curvas a plazo .....	122
VI.4	Títulos del Tesoro de EEUU y bonos de titulización hipotecaria (MBS) .....	124
VI.5	Previsiones de crecimiento, sorpresas macroeconómicas y correlaciones en los mercados de renta fija .....	125
VI.6	Efecto de las sorpresas sobre el empleo no agrícola en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU .....	126
VI.7	Funcionamiento de los mercados con tipos de interés bajos .....	128
VI.8	Mercados bursátiles .....	129
VI.9	Aumento de beneficios y advertencias sobre resultados .....	131
VI.10	Volatilidad y apetito por el riesgo en los mercados bursátiles .....	132
VI.11	Diferenciales crediticios .....	134
VI.12	Financiación en los mercados de capitales .....	135
VI.13	Calidad del crédito empresarial .....	136
VI.14	Discriminación en los mercados de deuda .....	137
VI.15	Mercados emergentes .....	138
VI.16	Deuda externa de los mercados emergentes .....	139
VI.17	La búsqueda de rentabilidad .....	143
VII.1	Precios relativos de las acciones de entidades bancarias .....	147
VII.2	Crecimiento del crédito .....	148
VII.3	El sector bancario en Japón .....	150
VII.4	Indicadores de actividad de la banca de inversión .....	151
VII.5	Compañías de seguros: carteras de acciones y desempeño .....	153
VII.6	Mercados de inmuebles comerciales públicos .....	155
VII.7	Mercados de transferencia del riesgo de crédito .....	158
VII.8	Volumen de negociación de préstamos en el mercado secundario ...	159
VII.9	Valoración del riesgo en los mercados de préstamos sindicados y de bonos .....	160
VII.10	Liquidez y asunción de riesgo en los principales bancos de inversión .....	161
VII.11	Coeficientes de capital bancario .....	162
VII.12	Análisis de sensibilidad de los coeficientes del servicio de la deuda .....	166

## Cuadros

II.1	Crecimiento e inflación .....	13
II.2	Contribuciones al crecimiento mundial .....	14
II.3	Niveles de productividad .....	22
II.4	Aumentos de productividad .....	24
II.5	Comercio mundial y precios .....	28
II.6	Indicadores fiscales en 2003 .....	33
II.7	Balanza por cuenta corriente de las principales zonas económicas ...	36
II.8	Ahorro e inversión .....	37
III.1	Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente ..	45
III.2	Flujos netos de capital privado hacia las economías de mercado emergentes .....	47
III.3	Reservas de divisas .....	53
III.4	Agregados monetarios: diferencial de crecimiento con respecto al PIB nominal .....	55
III.5	Comercio exterior de China .....	63
III.6	Precios de algunos productos básicos (marzo de 2004) .....	69
IV.1	Información que facilitan los bancos centrales .....	93
V.1	Tipos de cambio y diferenciales entre los tipos de interés .....	104
V.2	Variaciones anuales de las reservas oficiales de divisas .....	107
V.3	Flujos financieros y ajustes de la cuenta corriente .....	110

V.4	Volatilidad de los tipos de cambio y variaciones de las reservas . . .	115
V.5	Reservas oficiales de divisas y medidas de la suficiencia de las reservas . . . . .	116
VII.1	Rentabilidad de los principales bancos . . . . .	147
VII.2	Precios de los inmuebles de uso comercial . . . . .	154
VII.3	Reestructuración del sector bancario . . . . .	157
VII.4	Precios de la vivienda y deuda de los hogares . . . . .	165

## Convenciones utilizadas en este Informe

dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario
izda., dcha.	escala de la izquierda, escala de la derecha
Med.	mediados
Mill	millones
...	no disponible
.	no aplicable

Los totales pueden no ser iguales a la suma de sus componentes debido a los redondeos



# 74° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual  
del Banco de Pagos Internacionales  
reunida en Basilea el 28 de junio de 2004*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 74° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2004.

Es la primera vez que el Banco prepara sus estados financieros anuales utilizando el Derecho Especial de Giro (DEG) como unidad de cuenta, en sustitución del franco oro. Cabe destacar que, con vistas al largo plazo, el Banco ha perfeccionado su contabilidad adaptando sus criterios contables y divulgativos a la evolución de las pautas para la presentación de informes financieros a escala internacional. Los beneficios netos del ejercicio ascendieron a 536,1 millones de DEG, frente al equivalente a 592,8 millones de DEG correspondientes al ejercicio anterior, que se han reformulado para mostrar las modificaciones arriba mencionadas. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2003/04 pueden verse en la sección titulada "Beneficio neto y su distribución", que figura en la página 215 a 217 del presente Informe. Las modificaciones a las prácticas contables se recogen en la nota 2 de los estados financieros en las páginas 230 a 233 y sus repercusiones financieras se describen en la nota 31 en las páginas 246 a 249.

El Consejo de Administración recomienda asimismo que el dividendo para este año se declare por primera vez en DEG. Así pues, el Consejo propone, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco, que la Asamblea General destine la suma de 104,0 millones de DEG al pago de un dividendo de 225 DEG por acción, pagadero en cualquiera de las monedas que constituyen el DEG o en francos suizos.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 86,4 millones de DEG al fondo de reserva general, 20,5 millones de DEG al fondo especial de reserva para dividendos y el remanente, que asciende a 325,2 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2003/04 será pagadero a los accionistas el 2 de julio de 2004.

Basilea, 10 de junio de 2004

MALCOLM D KNIGHT  
Director General



## I. Introducción: ¿ha llegado el momento para el reequilibrio?

La etapa de desaceleración económica iniciada a comienzos de 2001 dio paso a un prolongado periodo de decepción y desconcierto ante el escaso éxito que los estímulos monetarios y fiscales sin precedentes aplicados estaban teniendo para la reactivación del crecimiento mundial. Singular preocupación causó entre los bancos centrales el aparente bloqueo de algunos de los principales canales de transmisión de la política monetaria expansiva por la intensa aversión al riesgo tanto en los mercados como en las instituciones financieras. Posteriormente, estos nubarrones se disiparon ante el nuevo aire de optimismo reinante en los mercados financieros, que continúan estimulados por políticas macroeconómicas extremadamente acomodaticias. De hecho, los tipos de interés oficiales en las principales economías industrializadas se situaron en el 0% en Japón, 1% en Estados Unidos y 2% en la zona del euro, es decir, alcanzaron o rozaron sus mínimos desde la II Guerra Mundial. Además, estos factores impulsores del crecimiento mundial se intensificaron en virtud de otra circunstancia nada común. Durante el periodo analizado, varios fueron los Gobiernos que, en gran medida para impedir la apreciación de sus monedas frente al dólar de Estados Unidos, emprendieron intervenciones masivas en los mercados de divisas. Asimismo, se impuso una relajación generalizada de las condiciones financieras en numerosas economías de mercado emergentes.

Un examen retrospectivo del último año, como el que aborda principalmente esta Introducción, confirma que dichas políticas fueron decisivas para alentar una vigorosa recuperación de la economía en todo el mundo. Salvo en la zona del euro, prácticamente en todas las regiones el crecimiento ha superado con creces las previsiones de consenso elaboradas hace un año. Más aún, este mayor crecimiento no ha conducido por ahora a un repunte significativo de la inflación subyacente de los precios de consumo. En el ejercicio de prospectiva que acomete la Conclusión del presente Informe Anual, las previsiones de consenso apuntan a la continuidad de tan afortunada conjunción de circunstancias, afianzada en especial por un crecimiento relativamente firme de la productividad en algunos países industrializados. Así pues, cabe preguntarse qué motivos de preocupación subsisten, aparte de los habituales problemas derivados de errores de medición y del hecho de que las previsiones suelen errar no menos de lo que aciertan.

Una posible inquietud podría derivarse de una aceleración inesperada de la inflación, posibilidad que quizás ya venga presagiando el fuerte encarecimiento de los productos básicos recientemente y la inflación que lleva asociada en China. Otra preocupación podría ser la reaparición de burbujas en los precios de los activos y de inversiones no rentables,

conforme a lo observado en anteriores periodos de expansión excesiva del crédito. De hecho, la ampliación de los diferenciales de crédito en las emisiones de deuda soberana y de deuda empresarial de alta rentabilidad que comenzó en abril de 2004 bien podría ser incluso una señal temprana de la corrección de excesos latentes. No cabe duda de que, se valore como se valore la probabilidad de que se produzcan tensiones financieras en el corto plazo, el actual grado expansivo de la política económica resulta insostenible. A medida que el ciclo entre en fase de aceleración, el auténtico desafío para los responsables de estas políticas residirá en instrumentar medidas óptimas de contención que no desestabilicen una economía mundial que afronta ya diversos desequilibrios económicos y financieros.

En un horizonte temporal más dilatado, se impone inquirir también sobre las profundas repercusiones derivadas de la interacción de tres cambios estructurales que vienen produciéndose en las políticas económicas a escala mundial. En primer lugar, la desregulación y la globalización de los mercados de bienes y servicios han dado paso a un mundo más productivo y, posiblemente, menos inflacionario. En segundo lugar, la liberalización del sector financiero podría haber aumentado el potencial para que se produzcan expansiones y contracciones excesivas del crédito y de los precios de los activos. El tercer cambio estructural estriba en la creciente atención que recibe el control de la inflación por parte de las autoridades económicas y en la mayor credibilidad de éstas. Frente a los dos primeros cambios estructurales, este tercero podría implicar un grado de contracción significativamente menor en respuesta a un crecimiento económico anómalamente intenso o ante la sospecha de excesos en el sistema financiero. O bien al contrario, suponiendo de nuevo que la inflación está bajo control, las autoridades económicas podrían considerar que pueden permitirse respuestas mucho más agresivas que en el pasado ante desaceleraciones económicas o ante dificultades financieras relacionadas con excesos anteriores.

Esta aplicación asimétrica de las políticas monetarias, y no menos de las fiscales, ha contribuido a la satisfactoria reducción de la volatilidad cíclica observada en los últimos años. Sin embargo, esta forma de actuar también podría entrañar riesgos para la economía si se utilizara en forma de juego repetido. De hecho, con niveles de deuda pública aún muy elevados conforme a patrones recientes y con tipos de interés nominales próximos a cero, el margen de maniobra del que disponen las autoridades económicas para hacer frente a nuevas e indeseables perturbaciones ha quedado ya bastante reducido.

Por el momento nos sonríe la fortuna, pues la recuperación económica mundial ya está en marcha y las perturbaciones continúan siendo posibilidades más que realidades. Con todo, una vez se haya confirmado la fortaleza de la recuperación, la necesidad de restaurar la flexibilidad de la política económica exigirá un ejercicio desacostumbrado de reequilibrio de las políticas fiscales y monetarias. Además, los supuestos analíticos en los que se ha apoyado hasta la fecha la formulación de la política económica requerirían una rigurosa reevaluación. Tras los drásticos cambios experimentados en tan poco tiempo por las estructuras económicas y

financieras mundiales, y ante la perspectiva de eventuales cambios de cara al futuro, sería incluso peligroso para las autoridades económicas dar por sentado que sus soluciones de siempre continuarán siendo las correctas.

### Al fin, un crecimiento más rápido

Los principales países industrializados, en especial Estados Unidos, aplicaron un estímulo fiscal y monetario de intensidad inusitada para contrarrestar la desaceleración mundial registrada a comienzos de este decenio. La magnitud de este estímulo fue posible gracias al reducido nivel de inflación existente, que se mantuvo en líneas generales durante el periodo analizado.

En Estados Unidos, la política fiscal fue marcadamente expansiva, como resultado de los recortes impositivos y del aumento del gasto público. La política monetaria se tornó notablemente acomodaticia y así continúa. No sólo se mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el 1%, sino que también se realizaron probados esfuerzos encaminados a convencer a los mercados de deuda en particular de la probable continuidad de esta orientación durante un periodo de tiempo considerable. Un paquete de políticas algo diferente, aunque también de corte netamente expansivo, fue el que se aplicó en Japón, donde el enorme déficit presupuestario y los elevados niveles de endeudamiento impidieron cualquier recurso adicional al estímulo fiscal. En este contexto, se intensificó la política monetaria de "relajación cuantitativa", al igual que los intentos por convencer al público de que todos los instrumentos gubernamentales estaban actuando conjuntamente para acabar con la deflación en el país. En la zona del euro, los déficit fiscales en tres países (incluidas las dos mayores economías) sobrepasaron el tope establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Aun cuando este hecho recibió severas críticas de los países que respetaron las normas, sus efectos sobre el gasto fueron estimulantes, al igual que lo fue el mantenimiento del tono acomodaticio de la política por parte del Banco Central Europeo (BCE).

Durante el pasado año, el dólar estadounidense tendió a debilitarse, en consonancia con la relajación relativa de su política monetaria, así como con la ampliación de sus déficit exteriores y el aumento de su deuda externa. Algunos países, en especial aquéllos que habían adoptado un régimen de tipo de cambio prefijado con el dólar, se opusieron con resolución a esta exportación *de facto* de las presiones desinflacionarias estadounidenses. Las autoridades japonesas también acometieron intervenciones en el mercado de divisas de una magnitud sin precedentes, con el fin de evitar una apreciación demasiado rápida del yen con respecto al dólar y al renminbi de China, al igual que hicieron de forma enérgica otros Gobiernos, en especial los del resto de Asia. En respuesta a la presión al alza de sus monedas frente al dólar, muchas economías de mercado emergentes también decidieron impartir una orientación más expansiva a sus políticas monetarias. Por último, algunos países de América Latina y de Europa central y oriental paralizaron sus planes de austeridad fiscal y reformas estructurales, que se habían considerado hasta entonces esenciales a la luz de las presiones bajistas sobre sus monedas. Con

independencia de cuáles sean sus repercusiones a más largo plazo, estas medidas favorecieron también el crecimiento.

Prácticamente todos los mercados financieros respondieron con vigor a esta relajación generalizada de la política monetaria, aunque el tiempo que les llevó a cada uno en reaccionar varió significativamente. En Estados Unidos, los rendimientos de los bonos a largo plazo, que durante varios años habían tendido a disminuir, básicamente se estabilizaron en el periodo analizado en niveles extraordinariamente bajos. No obstante, dicha estabilidad general encubrió la alternancia de periodos en los que los mercados reaccionaron ante factores que demandaban tipos de interés más altos y luego más bajos. Entre los primeros se encontraban las expectativas de crecimiento y las revisiones al alza de los déficit públicos previstos. En cambio, las compras masivas de valores del Tesoro estadounidense por parte de los bancos centrales asiáticos y las indicaciones de la Reserva Federal sobre sus previsibles actuaciones futuras se contarían entre los factores tendentes a reducirlos. Los rendimientos en la zona del euro evolucionaron en línea con los tipos de interés estadounidenses durante buena parte del período analizado, si bien acabaron desacoplándose en cierto modo al final, cuando los segundos aumentaron drásticamente. Esta evolución no contradice las perspectivas de crecimiento más contenido para la región.

En la mayoría del resto de mercados financieros hubo mucha menos ambigüedad. Los precios de los activos subieron con fuerza durante la mayor parte del periodo analizado, contribuyendo a reforzar la confianza y a estimular la expansión económica. La evolución de los mercados de renta variable fue especialmente firme en todo el mundo, encabezada por las acciones del sector tecnológico y las de economías de mercado emergentes. Los diferenciales de rendimiento de la deuda empresarial de alto riesgo se redujeron notablemente, al igual que los de los *swaps* de incumplimiento crediticio. Los diferenciales de la deuda soberana también se redujeron y las economías de mercado emergentes atrajeron nuevos flujos de capital con mayor facilidad, incluido un número significativo de ellas con historiales crediticios cuestionables. Quizás lo más importante fue el continuo incremento de los precios de la vivienda en muchos países, así como de los niveles de endeudamiento asociados a ellos. No fue sino en los últimos meses del periodo analizado cuando estas tendencias comenzaron a invertirse en algunos mercados y a quedar bastante menos de manifiesto en otros.

Las revalorizaciones de los activos podrían estar vinculadas hasta cierto punto al escaso rendimiento de la deuda. Los menores tipos de interés nominales del crédito hipotecario modificaron el perfil de pago de los prestatarios y relajaron por anticipado sus restricciones de liquidez. Por tanto, no debiera sorprender ni inquietar que este hecho acabara por manifestarse tanto en mayores precios de la vivienda como en niveles de endeudamiento más elevados. Sin embargo, un efecto más perturbador de la caída de los rendimientos de la renta fija es la posibilidad de que haya inducido un creciente apetito por el riesgo. En el caso de las entidades aseguradoras, obligadas contractualmente a pagar altas tasas de rendimiento sobre sus pasivos, dicha conducta se convirtió casi en una cuestión de supervivencia.

Los fondos de pensiones con objetivos de rendimiento superiores a los de la deuda pública podrían haberse visto tentados a actuar de modo parecido. Asimismo, en cuanto los recuerdos de las pérdidas financieras pasadas comenzaron a disiparse, fue natural una recuperación de la confianza. Por último, a medida que los precios comenzaron a subir, pareció instalarse un clima de expectativas basadas en extrapolaciones, como había sido habitual en el pasado.

Si bien estas explicaciones de la revalorización de los activos basadas en los tipos de interés tienen su parte de razón, no está exento de ella el argumento que defiende que los fundamentales subyacentes estaban mejorando de forma simultánea en muchos mercados. En los países industrializados, por ejemplo, la tasa de quiebras empresariales ha venido disminuyendo, al igual que las pérdidas enajenadas una vez declarada la insolvencia. En varias economías de mercado emergentes, particularmente las asiáticas, las políticas públicas actualmente parecen más adecuadas y conducentes al crecimiento que hace una década. Por otra parte, los precios de la vivienda en muchos países se han disparado debido a una conjunción de regulaciones zonales, patrones de inmigración e interés de los compradores por determinadas áreas geográficas. No parece probable que estas fuerzas vayan a remitir pronto, si bien otras distintas podrían incluso superarlas.

Lo que sí puede afirmarse con mayor certeza es que la combinación de unas políticas macroeconómicas expansivas y unos mercados financieros más dinámicos contribuyeron a la recuperación del ritmo de crecimiento económico en todo el mundo. Entre los países industrializados, Estados Unidos cosechó los mejores resultados, seguido muy de cerca por Australia y el Reino Unido. El esperado giro del gasto hacia la inversión comenzó a materializarse bajo la influencia de un notable aumento de los beneficios, si bien es cierto que el consumo también se consolidó. Los hogares obtuvieron y gastaron préstamos garantizados por el mayor valor neto de sus viviendas, gracias a la subida de los precios de éstas, o bien refinanciaron sus hipotecas a fin de reducir sus pagos mensuales de intereses. En otros países industrializados, incluidas algunas de las economías más pequeñas de la zona del euro, también se hizo habitual un crecimiento muy sólido. Japón mostró igualmente síntomas de una recuperación incipiente tras el aumento de sus exportaciones, especialmente a China. Aún más alentador fue el aumento del gasto de inversión de las grandes empresas japonesas, tras una década de contención en la que utilizaron sus flujos de caja positivos principalmente para reducir deudas contraídas durante el periodo de auge de los años 80.

Los indicios de recuperación fueron sin duda más tenues en algunas de las mayores economías del continente europeo. Pese a la apreciación efectiva del euro, estos países continuaron beneficiándose del estímulo procedente del aumento de las exportaciones, mientras la confianza empresarial dio a su vez muestras de revitalización. El verdadero problema estribó en la persistencia de la conducta reacia al gasto de los consumidores, aun cuando los balances de los hogares parecían bastante saneados de acuerdo a patrones internacionales. Esta reticencia podría haber obedecido a la incertidumbre

que suscitaron las propuestas encaminadas a subsanar con urgencia las deficiencias estructurales existentes en los mercados de trabajo, las pensiones, la asistencia sanitaria y la administración tributaria. Igualmente, podrían haberse derivado de la percepción pública de una mayor inflación tras la introducción del euro. El hecho de que, en estos países, la riqueza inmobiliaria no pueda transformarse en liquidez tan fácilmente como, por ejemplo, en Estados Unidos y el Reino Unido, supone asimismo que el consumo se encuentra más restringido a los flujos de caja. Esto explica que el consumo mostrase una mayor vulnerabilidad ante los reveses sufridos por los mercados de trabajo, como se analiza más adelante.

En la mayoría de las economías de mercado emergentes se observó también un crecimiento más intenso durante el periodo analizado. Las influencias internacionales de signo positivo, en concreto el encarecimiento de los productos básicos y unos mercados financieros más receptivos, se conjugaron frecuentemente con una demanda interna más vigorosa para estimular el crecimiento. Los resultados cosechados por China fueron impresionantes, con efectos de arrastre en toda la región asiática e incluso en otras zonas geográficas. Al calor de unas entradas masivas de capital y de unas tasas de crecimiento del crédito interno muy elevadas, la inversión empresarial creció hasta situarse por encima del 40% del PIB. En las restantes economías de mercado emergentes de Asia, los niveles de inversión se mantuvieron bastante por debajo de sus máximos anteriores, quizás como reflejo de la persistencia de excesos de capacidad en algunos países y de las presiones de la competencia internacional. No obstante, el gasto de consumo se aceleró en varias economías, a menudo por la influencia de políticas públicas de fomento de la demanda. Los resultados obtenidos por la India también pueden calificarse de sobresalientes. Al tiempo que unas condiciones climáticas favorables propiciaron una mayor producción agrícola, el lento pero continuo proceso de reformas estructurales pareció estar ampliando progresivamente la producción potencial e ir fortaleciendo la competitividad del país en el exterior.

El crecimiento de otras regiones emergentes no asiáticas fue en general menos intenso, aun cuando en ocasiones se sustentase en factores idiosincrásicos. El encarecimiento del petróleo y de otros productos básicos alentó obviamente la recuperación en Oriente Medio, África y Rusia, mientras que el crecimiento en América Latina obedeció en gran medida al resurgir de Argentina y Venezuela de sus respectivas crisis. La incipiente y todavía incierta recuperación de México estuvo mejor enraizada, dados los importantes efectos retardados del auge económico de Estados Unidos sobre el crecimiento mexicano. El contexto internacional de tipos de interés favorables también ha beneficiado a Brasil hasta hace poco, aunque las señales que apuntan a una recuperación generalizada en este país continúan siendo dispares.

En Europa central y oriental, el crecimiento se mantuvo aunque sin acelerarse, posiblemente debido en cierta medida al menor ritmo de recuperación de la zona del euro. Más concretamente, los nuevos países miembros de la Unión Europea han continuado influidos por el optimismo

asociado a su adhesión a la UE y sus correspondientes entradas de capital, pero también por la necesidad de afrontar sus prolongados y complejos problemas estructurales.

### Otros acontecimientos, tanto esperados como inesperados

A medida que la economía mundial cobraba dinamismo, pudieron definirse con mayor claridad otras tendencias económicas. Aunque muchas de ellas fueron más bien favorables, algunas resultaron también más bien sorprendentes. En la Conclusión del presente Informe Anual se analiza si alguno de estos resultados inesperados podría agravar la vulnerabilidad futura de la economía mundial y, en caso afirmativo, qué medidas podrían adoptar al respecto las autoridades económicas.

Una consecuencia muy esperada del mayor dinamismo del crecimiento económico fue la intensa recuperación del comercio mundial, particularmente del comercio intrarregional en Asia. China es actualmente un destacado importador de productos básicos e intermedios necesarios para el montaje y posterior exportación de bienes terminados y se está convirtiendo con rapidez en el centro de producción manufacturera mundial. En este contexto de expansión comercial, resulta extraordinariamente importante el cambio de actitud de Japón y la India, que contemplan ahora como una oportunidad más que como una amenaza el nuevo papel de China en el concierto económico mundial.

Otro acontecimiento concomitante a la recuperación fue el mayor deterioro de los flujos de comercio exterior en Estados Unidos. Aunque resulta coherente con el mayor crecimiento de la economía estadounidense en términos relativos, este hecho vino a refutar la opinión de los analistas que esperaban un debilitamiento del crecimiento en ese país, presionado por los desequilibrios internos y externos observados. Además, aunque la depreciación efectiva del dólar contribuyó a frenar el deterioro de la balanza comercial, el propio ajuste del tipo de cambio efectivo de la moneda estadounidense se vio limitado por las intervenciones en los mercados de divisas de un buen número de Gobiernos extranjeros por diversas razones. De hecho, en la medida en que las consiguientes inversiones de las reservas de divisas de otros países en valores de Estados Unidos contribuyeron a reducir los rendimientos de la deuda estadounidense, cabría sostener que el ajuste comercial previsto a través de los canales de "elasticidades" y "absorción" quedó atenuado. Continúa siendo una incógnita cuánto tiempo podrá sostenerse este constante flujo conjunto de bienes y capital desde la región asiática (proveedora *de facto* de financiación) hacia Estados Unidos.

Pese a la fortaleza de la recuperación económica mundial, las presiones al alza sobre la inflación medida por el IPC sólo se hicieron claramente perceptibles hacia finales del periodo analizado. Incluso en Estados Unidos, inmerso en un rápido crecimiento y con un dólar depreciado, la inflación permaneció en su mayor parte en niveles muy reducidos bajo la influencia de brechas del producto que, si bien siguen existiendo, vienen cerrándose con

rapidez. La inflación en la zona del euro, aunque ayudada por la apreciación de la moneda, se situó por debajo del 2% en los primeros meses de 2004 para después remontar ante el aumento de los precios del petróleo. En Japón, las presiones deflacionarias parecieron moderarse, incluso si se tienen en cuenta el sesgo de medición y los efectos de las fuertes subidas registradas en diversos precios regulados.

Entre las economías de mayor tamaño, China presentó los síntomas más claros de aumento de la inflación. Dada la situación deflacionaria de la que partía, un cierto movimiento al alza de los precios no se consideró en principio insatisfactorio y de hecho recibió el aliento de las políticas oficiales orientadas a fomentar la expansión del crédito y a movilizar la inversión. En los últimos trimestres, sin embargo, las autoridades chinas han comenzado a preocuparse en mayor medida por el recalentamiento de la economía, adoptando un paquete de medidas tanto administrativas como de mercado tendentes a desacelerar el crédito y el gasto. En muchas otras economías del mundo industrializado, los tipos de interés oficiales se han elevado en contextos de fuerte crecimiento de la demanda y de muestras de excesos financieros, pese a que la tasa de inflación corriente medida por los precios de consumo parece encontrarse bajo control.

Esta quietud relativa de la inflación mundial medida por el IPC hasta ahora observada ha ido acompañada en la práctica de una serie de tendencias de precios divergentes. En líneas generales, los precios de los bienes terminados han ido relajándose desde hace algún tiempo, bajo la influencia de los aumentos de productividad en la industria manufacturera mundial y de las exportaciones de las nuevas economías de mercado emergentes. Por el contrario, los precios de los servicios han aumentado con más rapidez. En el periodo examinado, esta tendencia general estuvo acompañada por un hecho novedoso y aún más contundente; a saber, una subida muy acusada de los precios del petróleo y de otras materias primas, reflejo no sólo de la expansión mundial, sino también de la importancia creciente de la inversión de China, intensiva en productos básicos. Por fortuna, la absorción de estas subidas dentro de los márgenes de beneficio ha sido relativamente sencilla, al menos por ahora, especialmente en los países que más habían avanzado en la reducción de costes en respuesta a dificultades económicas y financieras previas.

En muchos países industrializados, la reciente aceleración del crecimiento económico ha corrido paralela a una contención salarial y a una desacostumbrada reticencia a contratar trabajadores, lo que resulta coherente con el deseo de mantener los costes bajo control en un entorno internacional caracterizado por una feroz competencia. En Estados Unidos, las empresas parecen haber utilizado la nueva tecnología incorporada a sus inversiones más recientes para incrementar considerablemente la productividad del trabajo. Además, los fuertes descensos del coste del capital, en conjunción con una subida de los costes médicos y de otras prestaciones percibidas por los trabajadores, han inclinado aún más la balanza en favor de la intensificación del uso del factor capital en detrimento de la creación de empleo. También en Europa y Japón han operado recientemente fuerzas

similares, inducidas por impedimentos tradicionales de índole estructural a la contratación, especialmente de los trabajadores jóvenes y de los más veteranos. En líneas generales, los más perjudicados por la debilidad de la demanda de trabajo en los países industrializados han sido aquellos trabajadores con un menor nivel educativo, dada su mayor dificultad para adquirir nueva formación cuando pierden sus empleos a causa de los avances tecnológicos. Además, a través del componente de trabajo incorporado en los bienes y servicios comercializados, estos trabajadores se encuentran cada vez más inmersos en una batalla perdida de antemano frente a sus homólogos, peor remunerados, de las economías de mercado emergentes. Con todo, la atonía del mercado laboral no ha ocasionado hasta la fecha un repliegue generalizado del gasto de consumo fuera de Europa continental. Esta circunstancia ha sido sorprendente y a la vez satisfactoria, aun cuando haya ido acompañada de un aumento continuo de los niveles de endeudamiento de los hogares en muchos países.

Otro efecto secundario de un mayor crecimiento económico y del aumento del optimismo en los mercados financieros ha sido su contribución a unas entidades financieras más sólidas. A este respecto, la mayor capacidad de saneamiento de los créditos morosos ha sido particularmente provechosa en Europa continental y Japón. En los países industrializados, una conjunción poco frecuente de curvas de rendimientos pronunciadas, revalorización de activos, menores costes y mayores ingresos logró sosegar significativamente las inquietudes por la situación de bancos, compañías de seguros, empresas de reaseguros y fondos de pensiones. Por el contrario, a medida que el crecimiento cobraba impulso en China en respuesta a la mayor expansión del crédito alentada desde instancias oficiales, comenzaron a intensificarse los temores a que muchos de esos préstamos resultasen fallidos y debilitasen aún más unas instituciones crediticias aquejadas ya de serios problemas. En este sentido, los créditos que parecían más expuestos al riesgo fueron los concedidos a administraciones locales y empresas públicas, donde la obtención de beneficios no resultaba el principal objetivo.

Numerosas instituciones financieras especializadas en productos dirigidos al segmento minorista, sobre todo crédito hipotecario, obtuvieron resultados especialmente satisfactorios en el periodo analizado. Esto fomentó una reorientación generalizada de las actividades de las entidades financieras en muchos países industrializados. Incluso en Japón quedó patente la mayor atención que los bancos comenzaron a prestar al crédito al consumo y a pequeñas empresas, un segmento donde los márgenes de beneficio eran mayores. Esta tendencia propicia a la concesión de crédito a los hogares se observó también en varias economías de mercado emergentes, sobre todo en Asia y Europa central y oriental. Si bien este proceso se ha revelado especialmente satisfactorio en un contexto de sostenimiento de altas tasas de ahorro interno como ocurre en muchos países asiáticos, la experiencia de Corea durante los últimos uno o dos años ilustra la posibilidad de que dicho proceso quede fuera de control. Tras un auge previo del consumo estimulado por una rápida expansión del crédito concedido tanto por bancos como por compañías de tarjetas de crédito, el gasto de consumo se debilitó

durante el último año a medida que aumentaban las quiebras personales. El Gobierno coreano ha intentado perfeccionar los procedimientos de renegociación de la deuda entre acreedores particulares y deudores, pero los efectos contractivos sobre el crecimiento de la demanda interna podrían prolongarse durante algún tiempo.

Además de los efectos —generalmente favorables— de un crecimiento económico más enérgico sobre la solidez de las instituciones financieras, éstas se han beneficiado en su mayor parte de las mejoras generalizadas introducidas en la gestión del riesgo. El cambio de mentalidad en el sector financiero, vinculado en buena medida al proceso de conclusión del nuevo marco de suficiencia de capital (conocido como “Basilea II”), continuó cobrando intensidad. Pese a ello, ciertos hechos acaecidos durante el pasado año pusieron de manifiesto una inquietante lenidad en el gobierno interno tanto de empresas como de instituciones financieras, así como en la supervisión y en la disciplina del mercado. El caso Parmalat, por ejemplo, sacó a la luz fallos a todos los niveles imaginables: alta dirección, auditoría interna y externa, bancos prestamistas, suscriptores de deuda, agencias de calificación y analistas de bancos de inversión, así como en la supervisión de muchos de éstos. Aun así, el fiasco empresarial más costoso de la historia no tuvo efecto alguno en la prima de riesgo exigida por los mercados al crédito a empresas. Está por ver si ésta fue la reacción adecuada teniendo en cuenta la naturaleza *sui generis* de un fraude de proporciones masivas o si se trata, por el contrario, del lamentable subproducto de la reciente intensificación del apetito por el riesgo observado en los mercados financieros. La respuesta, sin embargo, puede hacerse cada vez más evidente a medida que los mercados se preparan para la subida, en último término, de los tipos de interés oficiales.

## II. Evolución de las economías industrializadas avanzadas

### Aspectos más destacados

A lo largo de 2003, los países industrializados avanzados experimentaron una recuperación del producto, gracias al significativo estímulo aportado por la política económica en Estados Unidos y a una mayor demanda en Japón. Al mismo tiempo, el crecimiento mantuvo su atonía en la zona del euro. Un elemento característico de la reciente expansión ha sido un desplazamiento del gasto desde los hogares hacia el sector empresarial. Asimismo, se han atemperado los riesgos de deflación.

Se prevé que la recuperación de la economía mundial cobre un mayor impulso durante el año en curso, al tiempo que se espera que la inflación permanezca reducida (véase el Cuadro II.1). Aun así, la sostenibilidad de la expansión se halla expuesta a un conjunto de riesgos. En primer lugar, el deterioro de la situación presupuestaria en varios países crea una creciente necesidad de restaurar unos marcos de política fiscal a medio plazo creíbles orientados a la reducción de los déficit presupuestarios. En segundo lugar, el endeudamiento de los hogares ha seguido aumentando, en contraste con la reciente mejora observada en los balances de las empresas. Por último, los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente existentes a escala internacional se han ampliado y no resulta obvio de qué modo se llevará a cabo un ajuste en el futuro.

Crecimiento e inflación										
Variación anual media, en porcentaje										
	PIB real					Precios de consumo <sup>1</sup>				
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Países industrializados avanzados <sup>3</sup>	2,6	1,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,6
Estados Unidos	3,3	0,5	2,2	3,1	4,6	2,8	2,8	1,6	2,3	2,2
Zona del euro	2,1	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8
Japón	1,5	0,4	-0,3	2,7	3,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2
Reino Unido	2,4	2,1	1,6	2,2	3,1	2,7	1,2	1,3	1,4	1,5
Canadá	2,9	1,9	3,3	1,7	2,6	2,0	2,5	2,2	2,8	1,5
Australia	3,4	2,5	3,8	3,0	3,9	2,2	4,4	3,0	2,8	2,2
Otros países <sup>3, 4</sup>	2,1	1,5	1,5	0,7	2,4	2,1	2,2	1,8	1,7	0,9

<sup>1</sup> Para la zona del euro y el Reino Unido, índice armonizado. <sup>2</sup> Previsiones de Consensus publicadas en mayo. <sup>3</sup> Media ponderada, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>4</sup> Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: Eurostat; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.1

Los supuestos sobre la evolución de la productividad desempeñan un papel crucial a la hora de determinar si estas cuestiones relativas al medio plazo constituyen un motivo de gran preocupación. A pesar de que las comparaciones entre países son imprecisas, la mejora de la productividad en Estados Unidos ofrece razones para mirar al futuro con optimismo.

## La recuperación mundial en 2003

### *Repunte del crecimiento*

La recuperación de los países industrializados iniciada en 2002 se afianzó durante el pasado año, especialmente en el segundo semestre. Este fortalecimiento resultó en cierto modo inesperado, en vista de la escasa profundidad de la desaceleración precedente, la corrección de la inversión tras el auge de finales de los 90 y la elevada aversión al riesgo existente a comienzos de 2003 en un contexto caracterizado por tensiones geopolíticas y escándalos de gran calado relacionados con el gobierno corporativo.

La recuperación se extendió por gran parte de las principales economías mediante una intensa aceleración del comercio internacional. Como no podía ser de otro modo, de Estados Unidos emanó un sustancial impulso, afianzándose allí la recuperación en mayor grado, pero la demanda mundial también se vio favorecida por el auge de la economía en los países asiáticos emergentes. Conforme se analiza en el Capítulo III, el rápido desarrollo en esta región ha sido una característica básica de los últimos años, dando lugar aproximadamente a la mitad del crecimiento del producto mundial en 2003 (véase el Cuadro II.2).

La recuperación cobró impulso

Dos pilares del crecimiento mundial

Contribuciones al crecimiento mundial					
En puntos porcentuales					
	Media 1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1</sup>
Países industrializados avanzados	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7
de los cuales: <i>Demanda de hogares</i> <sup>2</sup>	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0
<i>Demanda de empresas</i> <sup>3</sup>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6
<i>Demanda sector público</i> <sup>4</sup>	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
de los cuales: Estados Unidos	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0
Zona del euro	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3
Japón	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Países emergentes asiáticos <sup>5</sup>	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9
de los cuales: China e India	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Resto del mundo	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0
Crecimiento mundial <sup>6</sup>	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6

<sup>1</sup> Sobre la base de las previsiones del FMI y la OCDE. <sup>2</sup> Gasto de consumo privado final más formación bruta de capital fijo privado residencial. <sup>3</sup> Formación bruta de capital privado no residencial. <sup>4</sup> Gasto de consumo público final más formación bruta de capital fijo público. <sup>5</sup> Asia, excluido Japón. <sup>6</sup> En porcentaje.

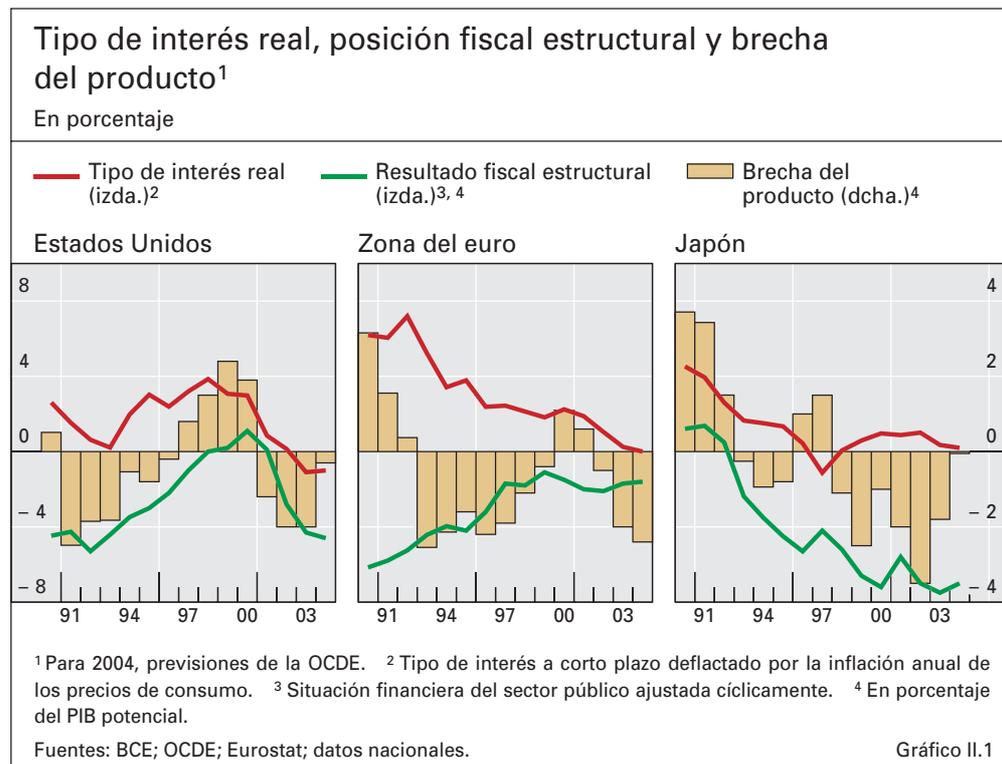
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE; datos nacionales. Cuadro II.2

El papel de China

Este nuevo patrón de crecimiento mundial tiene diversas implicaciones. Por un lado, el mayor crecimiento observado en las exportaciones de las economías emergentes de Asia ha hecho que se centre la atención en sus posibles efectos negativos en los países industrializados, ya que se sumará a la presión que ya soportan los trabajadores menos cualificados y que se deriva de los efectos de los avances tecnológicos. Por otra parte, en fechas más recientes, la demanda interna ha cobrado un impulso sustancial en varios países asiáticos y ha quedado claro que Asia también genera una creciente demanda de exportaciones procedentes de los países industrializados. China se ha convertido en uno de los principales importadores mundiales y el superávit comercial con Estados Unidos y la Unión Europea se ha redistribuido a favor de sus vecinos asiáticos, incluido Japón. Además, la creciente división del trabajo a escala mundial en los sectores de manufacturas y de servicios debería conllevar una mejora de la eficiencia y un aumento de los niveles de vida. En concreto, todos los consumidores se beneficiarán del abaratamiento de los bienes manufacturados y de los servicios, a medida que los elevados incrementos de la productividad en Asia se trasladen a los precios de sus exportaciones.

La política económica fue importante para la recuperación mundial

Las políticas expansivas han animado la demanda en las economías avanzadas a lo largo de 2003. Los déficit presupuestarios ajustados cíclicamente aumentaron, dado que el creciente gasto público y las rebajas impositivas continuaron estimulando el crecimiento del PIB (véase el Gráfico II.1). La principal excepción se observó en la zona del euro, ya que pese al aumento del déficit fiscal en un contexto de débil crecimiento, se redujo el déficit estructural. Las condiciones financieras fueron también favorables en un entorno caracterizado por la continuidad



de un reducido nivel de los tipos de interés oficiales y de los rendimientos de la deuda a largo plazo. Los tipos de interés reales, próximos ya a mínimos históricos o incluso por debajo de ellos, disminuyeron de nuevo. Los diferenciales de la renta fija corporativa se estrecharon y los precios de las acciones subieron en los principales mercados, impulsados por el cariz positivo de los datos económicos y de los beneficios empresariales, así como por una búsqueda generalizada del rendimiento (véanse los Capítulos IV y VI).

Pese a la intensificación de los vínculos internacionales, el crecimiento fue desigual. Hubo una fuerte recuperación del producto en Estados Unidos, donde la orientación de las políticas económicas fue particularmente expansiva. También fue notable la recuperación registrada en Japón, con una tasa de crecimiento por encima de la potencial y una rápida reducción de la brecha del producto. Pese a que la recuperación de Japón obedeció en gran medida a la fuerza de la demanda exterior, parece tener tintes más prometedores que en ocasiones anteriores ya que, por vez primera desde el estallido de la burbuja de los precios de los activos a comienzos de la década de los 90, la demanda interna ha aumentado sin necesidad de un estímulo fiscal significativo. La zona del euro supuso la mayor decepción, puesto que la demanda interna se mantuvo débil y la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasó a ser muy negativa. Como resultado, el producto apenas creció para el conjunto de la zona del euro durante 2003, retrocediendo incluso en Alemania y en los Países Bajos. Suiza también experimentó una recesión. Canadá hubo de hacer frente a un intenso deterioro de la demanda exterior neta en términos reales, dado que la apreciación de su moneda contrarrestó con creces los efectos del vigoroso crecimiento en Estados Unidos. No obstante, las importantes ganancias obtenidas en la relación real de intercambio sostuvieron la demanda interna, pese a la aparición de importantes perturbaciones negativas de carácter idiosincrásico. Australia, por su parte, continuó creciendo a un ritmo veloz.

Resultados económicos desiguales en los principales países industrializados

#### *Cambios en la composición del crecimiento*

Un rasgo destacado del periodo analizado ha sido el desplazamiento gradual del crecimiento de la demanda desde el gasto de los hogares hacia el gasto empresarial. El crecimiento del consumo privado, que había sido el soporte principal de la demanda en 2002, se desaceleró ligeramente en Estados Unidos y mantuvo su debilidad en la zona del euro. Asimismo, la inversión en vivienda no logró cobrar mucho más brío, pese a verse incentivada por unas condiciones de financiación favorables. El mayor crecimiento observado obedeció básicamente a un aumento del gasto empresarial, acompañado de un incremento de la inversión muy esperado y de la continua contribución positiva de la reposición de existencias.

El origen del crecimiento ha comenzado a trasladarse desde el gasto de los hogares hacia el gasto empresarial

El consumo privado se mantuvo relativamente fuerte, a pesar de la sorprendente vitalidad mostrada durante la desaceleración previa. El gasto se vio impulsado por la persistencia de una inflación bastante moderada, con los hogares como principales beneficiarios de unas políticas fiscales de tono

Fortaleza del consumo ...

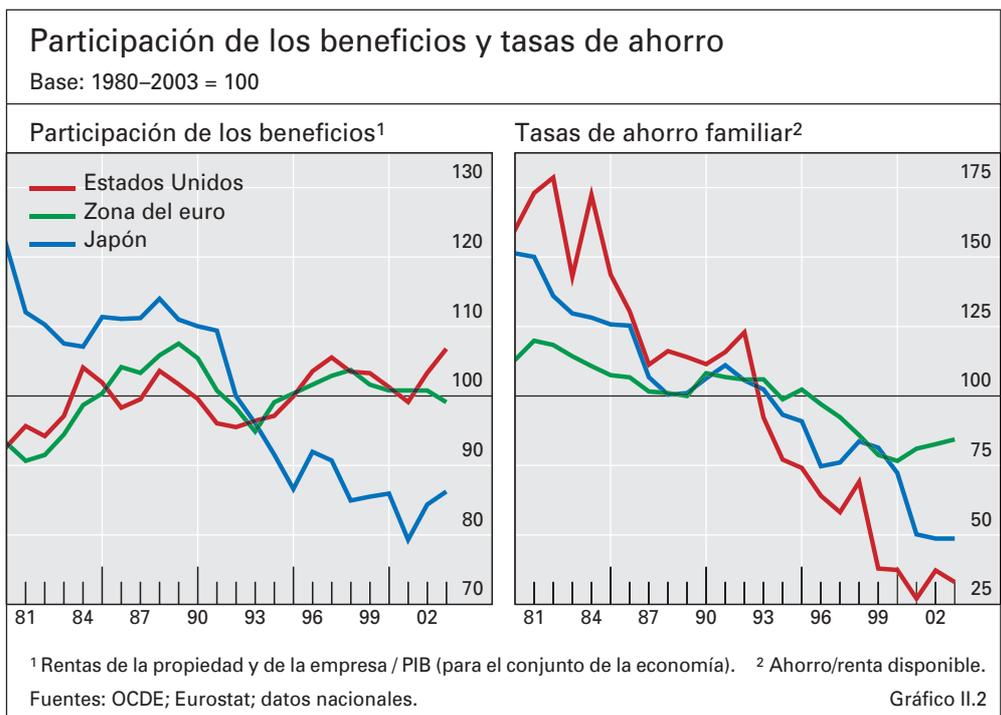
expansivo. Los efectos riqueza positivos, derivados de la recuperación de los mercados bursátiles y del continuo aumento de los precios de la vivienda, también proporcionaron un impulso adicional. La relación media entre la riqueza neta y la renta disponible de los hogares, que había descendido entre 1999 y 2002, se recuperó durante 2003 en los principales países de la OCDE, situándose por encima de su promedio de la década de los 90. Los reducidos tipos de interés del endeudamiento impulsaron de forma directa la demanda de bienes de consumo duradero y, junto a los precios más altos de las viviendas, incentivaron la refinanciación de las hipotecas de los hogares, así como la obtención de préstamos garantizados por el valor neto de sus viviendas. Los hogares que redujeron sus pagos por intereses tras la refinanciación vieron aumentar su poder adquisitivo. Los que aumentaron su endeudamiento hipotecario obtuvieron recursos adicionales con los cuales financiar no sólo gastos de consumo, sino también la amortización de préstamos más onerosos y la inversión en otros activos. En 2003, la obtención de préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda —definido como la diferencia entre el valor de mercado de la vivienda y la deuda hipotecaria neta— creció hasta un 3,5% de la renta familiar disponible en Estados Unidos y hasta un 7% en el Reino Unido.

... pero sin acelerarse, dada la debilidad de los mercados de trabajo ...

Pese a todo, las debilidades existentes en los mercados de trabajo retrajeron hasta cierto punto el consumo privado. Merced en buena medida a la caída de las tasas de actividad, especialmente en Japón y Estados Unidos, el aumento del desempleo tan sólo fue moderado. En términos agregados, prácticamente no hubo creación de empleo neto en la zona de la OCDE durante los tres últimos años. Pese a una intensa recuperación de la demanda, el empleo siguió cayendo en Japón y sólo creció levemente en Estados Unidos. Los resultados cosechados en Japón son atribuibles a un continuo proceso de reestructuración, mientras que la explicación de la escasa creación de empleo en Estados Unidos, muy distinta de la observada en ciclos precedentes, resulta más compleja. Las cifras de empleo se mantuvieron prácticamente estables en la zona del euro, cayendo en Alemania. Aun así, siguió aumentando la intensidad del factor trabajo en el crecimiento del PIB de la zona del euro, suavizando la situación del mercado laboral, aunque limitando también los incrementos de la productividad aparente del trabajo.

... y la moderación salarial

Los desfavorables efectos de la debilidad del empleo sobre las rentas de los hogares se vieron acentuados por la atonía observada en la evolución de los salarios. Pese al mayor crecimiento de la productividad en términos agregados registrado en los últimos años, la remuneración real por ocupado en el conjunto de la OCDE creció sólo de forma moderada, lo que implica que la participación relativa de los salarios en el sector empleo se redujo en el sector empresarial. Esta situación se hizo patente durante el pasado año en Estados Unidos, donde unas menores tasas de crecimiento de las rentas parecen haber anulado parcialmente el aumento de los ingresos de los componentes no salariales. En Japón, las rentas apenas crecieron en 2003, pero al menos se interrumpió su trayectoria descendente. La principal excepción a la tendencia general la constituyó la zona del euro, donde



la remuneración real por empleado se aceleró en el sector empresarial pese a la situación cíclica de debilidad y al reducido crecimiento de la productividad.

La inversión empresarial se recuperó gradualmente durante el segundo semestre de 2003 en un entorno caracterizado por perspectivas de demanda más positivas, condiciones de financiación favorables y una creciente participación de los beneficios agregados en los países industrializados (véase el Gráfico II.2). Asimismo, los recortes impositivos transitorios podrían haber acelerado algunos planes de inversión en Estados Unidos. Otro factor impulsor del gasto empresarial ha sido la creciente importancia de los equipos informáticos, que ha dado lugar a un notable incremento de la tasa de obsolescencia del *stock* de capital. Por ejemplo, en Estados Unidos, la inversión bruta necesaria para el mero mantenimiento de la relación entre el capital y el PIB empresarial casi se ha duplicado desde finales de la década de los 80. Por otra parte, la inversión creció de forma especialmente intensa en Japón y Australia, afianzándose de manera progresiva en la zona del euro durante el transcurso del año.

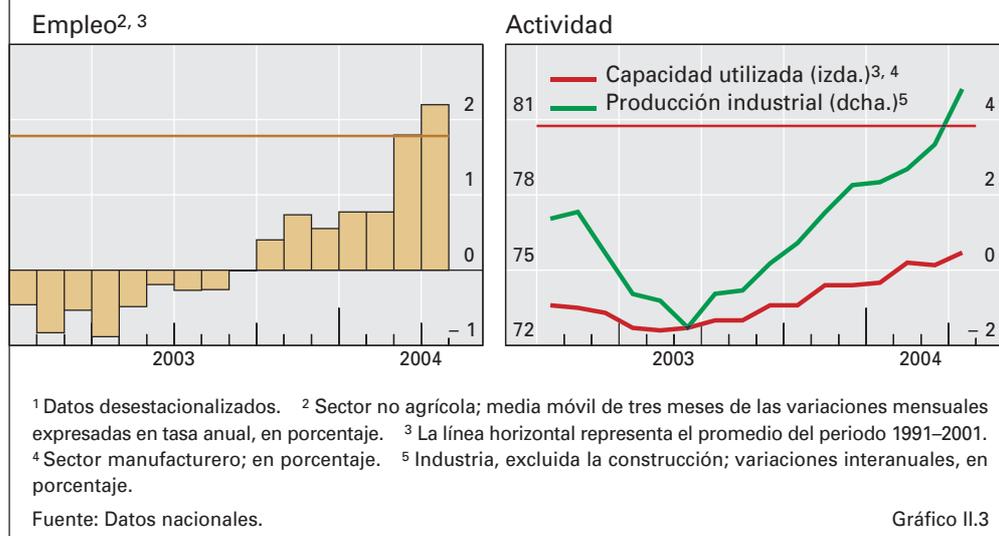
El gasto empresarial comenzó a recuperarse

#### *Perspectivas a corto plazo*

La opinión de consenso anticipa una mayor consolidación a corto plazo de la recuperación, con una previsión de crecimiento mundial del 4,5% durante el presente año. Los datos más recientes de producción industrial y utilización de la capacidad en Estados Unidos sugieren que aunque la economía ya ha absorbido buena parte de la capacidad ociosa, el actual *stock* de capital todavía permite una expansión no inflacionaria (véase el Gráfico II.3). Japón también ha inaugurado 2004 con un gran ímpetu, de modo que parece probable que este año el crecimiento del producto sea

La opinión de consenso anticipa una mayor expansión ...

## Indicadores de capacidad ociosa en EEUU<sup>1</sup>



superior a la mayoría de las estimaciones sobre el crecimiento potencial. Por el contrario, las condiciones para una recuperación significativa de la demanda interna aún no se dan en la zona del euro, de modo que se prevé la continuidad de una evolución rezagada con respecto a la recuperación mundial.

... pero continúan las incertidumbres acerca de la evolución del sector exterior ...

Pese a estas perspectivas fundamentalmente favorables, siguen existiendo algunas incertidumbres. En la zona del euro, la apreciación de la moneda única a partir de 2002 ha deteriorado las perspectivas exportadoras netas, algo similar a lo ocurrido más recientemente en Japón. El encarecimiento de los productos básicos (especialmente el petróleo) podría reducir asimismo las rentas reales en los países industrializados, aunque los efectos negativos derivados de la evolución de la relación real de intercambio se han visto parcialmente atenuados en los países cuyas monedas se han apreciado frente al dólar de Estados Unidos.

... los estímulos de la política económica ...

Por lo que se refiere a la política económica, se prevé que su función de estímulo de la demanda desaparezca con el paso del tiempo, ya que los planes presupuestarios indican una cierta estabilización del déficit estructural a nivel de la OCDE. Además, los tipos de interés a largo plazo han aumentado significativamente desde marzo de 2004 y se han afianzado las expectativas de los mercados financieros sobre un aumento de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos.

... las decisiones de inversión ...

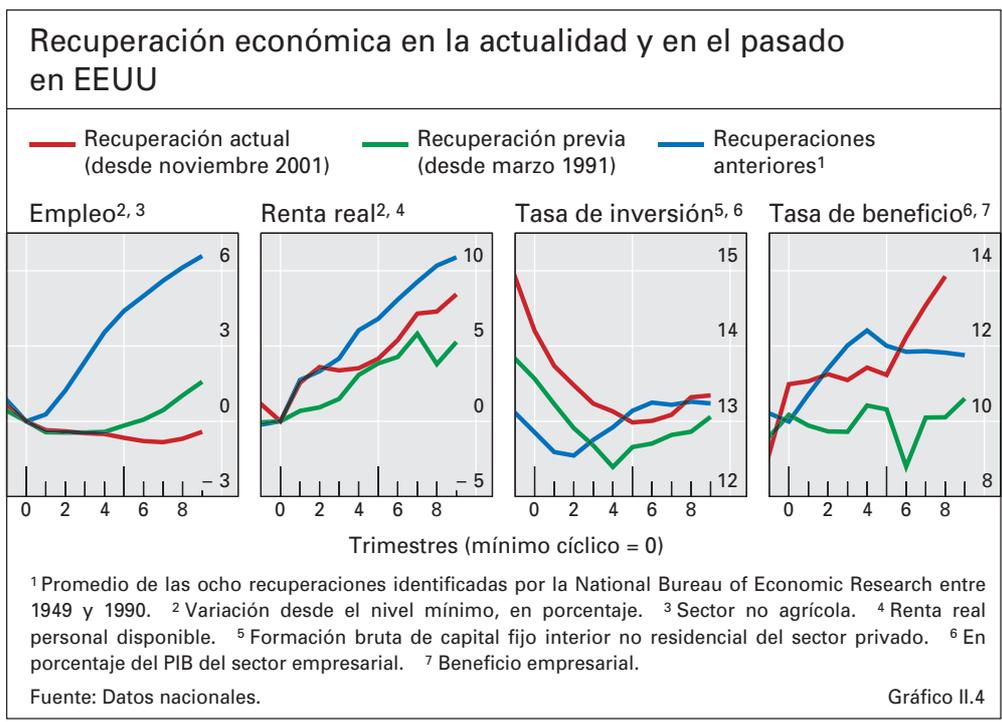
En Estados Unidos, se prevé una recuperación adicional del gasto empresarial. No obstante, la correspondencia entre beneficios e inversión ha sido débil en los últimos años y se antoja complicada una medición precisa de la capacidad ociosa en la actualidad. En Japón, las perspectivas podrían ser menos favorables. La tasa de inversión sobre el PIB continúa siendo elevada en comparación con la de otros países y los niveles de *stock* de capital han seguido creciendo a un ritmo estable. En cuanto a la zona del euro, las

perspectivas se presentan dispares, ya que, si bien las actuales tasas de inversión parecen moderadas, la productividad del capital y los beneficios han venido mostrándose débiles.

Dados los escasos síntomas de recuperación de los mercados de trabajo, cabe preguntarse si las elevadas tasas de crecimiento de la productividad podrían ser motivo de preocupación. En este sentido, la atención se ha centrado en la “recuperación sin empleo” registrada en Estados Unidos, donde no ha sido sino recientemente cuando el empleo ha comenzado a recuperarse (véase el Gráfico II.4). Por una parte, la confianza podría verse dañada ante las previsiones en principio poco halagüeñas para las rentas salariales futuras y las empresas podrían retener beneficios al objeto de reducir su endeudamiento. Por la otra, la recuperación del producto, impulsada por la productividad, se ha reflejado en unas rentas reales más elevadas que deberían estimular progresivamente el gasto, con independencia de la distribución inicial de esos incrementos de renta. Por ejemplo, la reciente debilidad de las rentas nominales de los asalariados podría, a la larga, rebajar los precios de consumo y aumentar el poder adquisitivo. Otra posibilidad sería que un menor crecimiento de los salarios quedara compensado hasta cierto punto por un aumento de los dividendos, ya que los hogares son los propietarios últimos de las empresas. De hecho, las rentas no salariales de las familias estadounidenses han crecido sustancialmente en los últimos tiempos, especialmente las rentas de los empresarios autónomos y las rentas personales procedentes de dividendos. Por último, un aumento de los beneficios debería facilitar incrementos de las cotizaciones bursátiles, lo que podría generar efectos riqueza positivos en el gasto.

... y las perspectivas de empleo

Se plantean diversas cuestiones con respecto a la sostenibilidad de la actual recuperación más allá de un corto plazo. Una de ellas radica en si las



Cuestiones relativas a la sostenibilidad de la recuperación

políticas expansionistas fiscal y monetaria podrían, en cierta medida, llevar a presiones inflacionarias. Otra cuestión consiste en saber si los balances se encuentran suficientemente saneados para sustentar el gasto, dados los elevados niveles de endeudamiento actuales de los sectores tanto público como privado. Una tercera cuestión se refiere a la sostenibilidad de una situación como la actual, caracterizada por importantes desequilibrios externos. Un factor crucial que afecta al estudio todas estas cuestiones es el ritmo de crecimiento de la productividad que se espera que alcancen los países industrializados a largo plazo.

## Las perspectivas de productividad

### *Niveles de productividad*

La productividad es una variable fundamental

Resulta difícil sobrestimar la importancia macroeconómica de la tendencia que sigue la productividad del trabajo, esto es, la cantidad de producto obtenida por unidad de factor trabajo. Esta tendencia desempeña un papel fundamental en la determinación de los niveles de vida de un país y, dado que influye en las expectativas de beneficios empresariales —y como tal, en los precios de las acciones—, también resulta de gran trascendencia para los mercados financieros. Para las autoridades económicas, las estimaciones del crecimiento de la productividad y, por ende, las del producto potencial resultan fundamentales para evaluar las presiones inflacionistas (lo que repercute a su vez en los tipos de interés) y también para evaluar el tono de la política fiscal y la sostenibilidad de las posiciones presupuestarias. Por lo que hace al ámbito internacional, las diferencias en las tasas de crecimiento de la productividad de los distintos países condicionan sus resultados económicos relativos, aunque también contribuyen otros factores estructurales importantes como el dinamismo de la población activa. A su vez, las repercusiones que tienen para los rendimientos esperados relativos estas divergencias en el crecimiento de la productividad resultan un potente catalizador de los flujos internacionales de capital. Asimismo, las perspectivas de crecimiento mundial dependen del grado en que los elevados niveles o los incrementos de productividad obtenidos en algunos países puedan replicarse en otras economías.

Elevados niveles de productividad en Estados Unidos

El primer aspecto a destacar son las grandes diferencias existentes en el PIB per capita (ajustado por el PPA, véase el Cuadro II.3). Estados Unidos encabeza la lista, con una ventaja cercana a un 30% sobre el resto de las principales economías industrializadas. Comparada con esta medida, la zona del euro se encuentra mejor situada en términos de producto por trabajador, debido básicamente a sus tasas de ocupación inferiores, que son reflejo de las decisiones de la sociedad (por ejemplo, jubilaciones anticipadas), pero también de un desempleo estructural más elevado. Cuando se contabiliza el producto por hora trabajada, la desventaja de la zona del euro se reduce, al situarse aproximadamente un 10% por debajo de la registrada en Estados Unidos, dado que los ocupados de la zona del euro dedican menos tiempo al trabajo. En otras palabras, la zona

Niveles de productividad <sup>1</sup>						
Estados Unidos = 100						
	PIB per capita		Productividad del trabajo			
	1995	2003	por persona ocupada		por hora trabajada	
			1995	2003	1995	2003
Zona del euro	69	70	86	84	90	88
de los cuales: Alemania	74	71	82	79	92	90
Francia	72	75	95	96	101	106
Italia	72	71	95	87	98	88
España	54	63	80	80	74	72
Irlanda	62	87	88	99	81	97
Japón	81	74	78	74	70	67
Reino Unido	69	79	74	81	72	77
Canadá	80	87	91	92	87	84
Suecia	73	75	80	80	84	84

<sup>1</sup> Para el conjunto de la economía. Cálculos elaborados utilizando patrones de paridad del poder adquisitivo (PPA).  
Fuentes: Eurostat. Cuadro II.3

del euro se encuentra rezagada con respecto a Estados Unidos en términos de producto per capita debido, en parte, a que sus ciudadanos son ligeramente menos productivos, pero principalmente como consecuencia de sus rigideces estructurales y de su mayor consumo de ocio. La situación relativa de Japón es aún menos favorable en términos de productividad laboral.

#### *Crecimiento de la productividad*

Durante la mayor parte del periodo de posguerra, los niveles de productividad en Europa y Japón crecieron a un ritmo estable, aproximándose al nivel existente en Estados Unidos. Sin embargo, este proceso de convergencia pareció interrumpirse a comienzos de la década de los 90, pudiendo incluso haberse invertido posteriormente. Estas diferencias se han hecho especialmente patentes desde la última desaceleración, ya que la productividad ha crecido de forma notable en Estados Unidos durante los años 2002 y 2003.

Cabría preguntarse si resulta evidente esta aparente reversión de las tendencias previas o, si por el contrario, no es más que el mero reflejo de divergencias cíclicas y/o de errores de medición. Dado que el factor trabajo se ajusta con retraso a las variaciones del producto, la productividad del trabajo se mueve de manera procíclica. Por ejemplo, las empresas que han atesorado este factor durante una recesión pueden elevar su producción en cuanto la demanda crece sin que aumente considerablemente el empleo registrado; así pues, el crecimiento de la productividad se acelera durante la fase alcista del ciclo. La evidencia empírica sugiere que la situación cíclica está relacionada positivamente con la productividad en casi todos los países industrializados. Puesto que Estados Unidos ha experimentado la mayor tasa de crecimiento del producto de los últimos tiempos, esa relación

Los resultados en EEUU han mejorado recientemente en términos relativos

Tradicionalmente, los incrementos de productividad han mostrado una significativa tendencia cíclica

La comparación entre variaciones y niveles de la productividad es imprecisa ...

positiva podría haber reforzado el “componente cíclico” de los incrementos de productividad estadounidenses en relación con otros países.

En lo que a los errores de medida concierne, la mayoría de las comparaciones entre países se han centrado en las variaciones de la productividad, ya que las mediciones de los niveles de esta variable son sensiblemente imprecisas. Sin embargo, el cálculo de las variaciones de productividad no está exento de problemas. Las diferencias en los métodos que utilizan algunos sectores para calcular el valor añadido pueden influir en la participación de éstos en el PIB y, por tanto, en su contribución al crecimiento del producto. Un ejemplo de estas dificultades lo ilustra el hecho de que el comercio minorista y mayorista, sectores en los que la medición del valor añadido podría ser más problemática, han contribuido de forma destacada a la aceleración del crecimiento de la productividad en Estados Unidos durante los últimos años. Por otra parte, el cálculo del crecimiento del producto parece diferir sustancialmente entre los distintos países. Un problema muy conocido a este respecto estriba en la utilización de índices de precios hedónicos, que permiten captar con mayor perfección las mejoras de calidad de los bienes, básicamente de los productos informáticos, aunque no de forma exclusiva. Otro aspecto es la medición del gasto en software. En Estados Unidos, estos gastos se han contabilizado como inversión (contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB, al contrario que los gastos de consumo de bienes intermedios) a una escala muy superior a la del resto de los principales países industrializados. Una tercera cuestión relativa a los problemas de medición radica en el uso de índices enlazados (en lugar de índices fijos) a la hora de deflactar las tasas de crecimiento nominales. Diversos cálculos señalan que el crecimiento medido del PIB conforme se computa en Europa podría ser casi medio punto porcentual más elevado al año si sus métodos estadísticos fueran más parecidos a los utilizados en Estados Unidos. Por último, la medición del crecimiento del empleo se encuentra rodeada de bastante incertidumbre, lo que podría dejarse sentir en el cómputo de los aumentos de la productividad del trabajo en aproximadamente otro medio punto porcentual anual en algunos países, con arreglo a diversas estimaciones.

... mientras que las variaciones de los incrementos de productividad deberían ser más comparables

Si los cálculos estadísticos se realizan de modo consistente a lo largo del tiempo, las distorsiones más graves en la estimación del crecimiento, tanto del producto como del empleo, tienden a desaparecer. Esto significa que los cálculos de las variaciones de las tasas de crecimiento de la productividad deberían ser más comparables. Aun así, las divergencias podrían ampliarse con el tiempo, aunque su contribución a la variación de los diferenciales computados de las tasas anuales de crecimiento de la productividad entre los principales países industrializados parece haber sido inferior a medio punto porcentual en las últimas décadas.

#### *Medidas de la productividad en el sector empresarial*

Si las comparaciones se limitan al sector empresarial, pueden soslayarse las especiales dificultades que entraña la medición del producto en el sector público. Aun así, una tendencia generalizada a largo plazo en el mundo

industrializado ha sido el descenso, en promedio, de los incrementos de la productividad del trabajo a partir de la década de los 60. La mayoría de los países ha compartido esta desaceleración, aunque con pautas muy diversas (véase el Cuadro II.4). Las tendencias de aumento de la productividad del trabajo han experimentado una desaceleración continua en algunas economías (por ejemplo, en Bélgica y España); en otras (como Alemania, Italia y Japón), esta desaceleración ha sido más desigual, ya que la productividad se aceleró en los años 80, pero sólo de manera transitoria. En un tercer grupo de economías (Canadá, Francia y los países nórdicos), las tendencias al alza del producto por hora trabajada se atenuaron notablemente tras los años 60, pero han comenzado a recuperarse de nuevo en años más recientes. Caso único es el de Estados Unidos, donde el producto por hora trabajada se ha acelerado y parece estar creciendo en la actualidad al mismo ritmo que antes de la década de los 70.

Las tendencias de aumento de la productividad laboral en el sector empresarial variaron entre los países de la OCDE

Estas trayectorias divergentes podrían ser reflejo de pautas diversas de acumulación del capital (intensificación del uso del factor capital), así como de distintos ritmos de progreso tecnológico (medido por la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores, PTF). Dejando al margen las

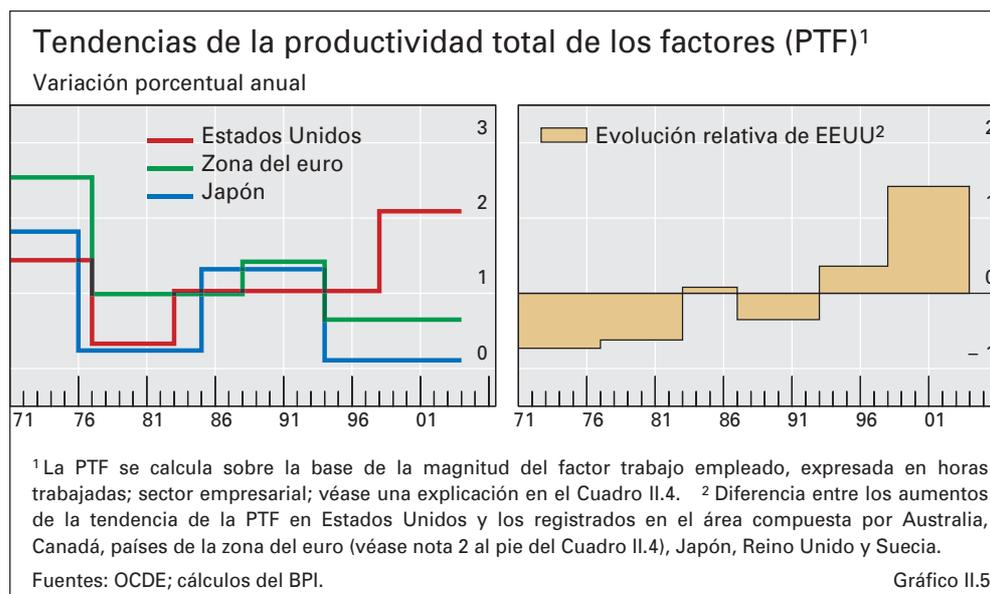
Aumentos de productividad <sup>1</sup>								
	Productividad del trabajo				Productividad total de los factores			
	Tendencia previa		Tendencia actual		Tendencia previa		Tendencia actual	
	Año inicial	Tendencia media	Año inicial	Tendencia media	Año inicial	Tendencia media	Año inicial	Tendencia media
Estados Unidos	1974	1,2	1998	2,8	1983	1,0	1998	2,1
Zona del euro <sup>2</sup>	1979	2,6	1996	1,5	1988	1,4	1994	0,7
Alemania	1989	3,5	1995	1,6	1988	2,4	1994	1,0
Francia	1993	1,7	2001	2,8	1992	0,4	1998	1,2
Italia	1991	2,8	1997	0,8	1990	0,9	1997	-0,2
España	1986	2,0	1996	0,7	1982	2,2	1988	0,2
Países Bajos	1983	3,6	1993	1,5	1993	1,2	2000	0,4
Bélgica	1976	4,0	1982	2,1	1976	1,8	1982	0,9
Finlandia	1989	4,4	1995	3,0	1993	3,7	2001	1,8
Irlanda	1978	3,5	1988	4,8	1995	5,4	2001	2,7
Japón	1986	4,0	1994	2,0	1985	1,3	1994	0,1
Reino Unido	1985	0,8	1991	2,0	1970	2,1	1984	1,0
Canadá	1973	1,2	1998	1,8	1974	0,6	1996	1,6
Australia	1991	2,3	2002	0,3	1992	1,9	2000	0,4
Suecia	1976	1,7	1991	2,3	1976	0,7	1992	1,6
Noruega	1980	1,9	1989	2,9	1990	2,9	1996	2,1
Conjunto de países	1971	3,5	1977	2,0	1993	0,9	1999	1,4

Nota: Las tendencias de la productividad del trabajo y de la productividad total de los factores se calculan mediante regresiones de sus logaritmos con respecto a las tendencias temporales  $T^i$  (dado que se permiten  $l$  rupturas de tendencia en la especificación en caso de resultar significativas a un nivel de confianza del 95%) y a la variable  $CY$ , un indicador de la situación en el ciclo económico (utilización de la capacidad en la industria, normalizada). Por ejemplo, en el caso de la  $PTF$ , se tiene  $\log TFP = \sum_{i=1}^{l+1} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$ , donde  $\alpha$ ,  $\beta$  y  $\gamma$  son los parámetros y  $U$  es el residuo de la estimación.

<sup>1</sup> Sector empresarial; los aumentos de productividad se calculan sobre la base de la magnitud del factor trabajo empleado, en términos de horas trabajadas. <sup>2</sup> Media ponderada de Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y los Países Bajos basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.4



Divergencias en las pautas de progreso tecnológico y de acumulación de capital

influencias del ciclo económico, las tendencias de aumento de la PTF difieren considerablemente. En un primer grupo de países (Canadá, Estados Unidos, Francia y Suecia) se ha observado una clara mejora, destacando el aumento registrado en Estados Unidos, donde la PTF se aceleró en los años 80 y de nuevo en los 90, estimándose actualmente su crecimiento en un 2% al año (véase el Gráfico II.5). Un segundo grupo incluye un gran número de países de la zona del euro, Japón y el Reino Unido, en los que se ha experimentado un acusado descenso en la tendencia de la PTF. De hecho, la PTF parece ser constante o incluso decreciente en Japón e Italia, puesto que el crecimiento del producto es básicamente atribuible a una mayor utilización del factor trabajo y a una intensificación del uso del factor capital.

Destacan los resultados de Estados Unidos

En suma, el nivel de la productividad laboral en Estados Unidos es el más elevado de los principales países industrializados y su ritmo de crecimiento ha sido el más rápido en el pasado reciente. Dicha evolución no ha sido mero reflejo de una acumulación de capital más intensa, sino que ha venido asociada a una tasa de progreso tecnológico más alta, que se mantuvo durante la última recesión. Quizá más importante sea el hecho de que Estados Unidos haya experimentado un avance en términos relativos, ya que la PTF se ha acelerado en este país al tiempo que se desaceleraba en el grueso de las restantes economías.

#### *Perspectivas de futuro*

El papel de la inversión en TI ...

Resulta complejo evaluar si la creciente brecha entre la PTF en Estados Unidos y en otros países se reducirá en el futuro. Es obvio, sin embargo, que la continua mejora de la productividad estadounidense registrada desde los años 80 no es sólo el resultado de una utilización más intensa de equipos de tecnología informática (TI). El uso de TI también se ha difundido por otros países sin que se haya podido evitar una pronunciada desaceleración de la PTF. En contraste, buena parte de la aceleración de la tendencia de la PTF en Estados Unidos podría muy bien derivarse del proceso previo de

... y de la reforma estructural en los crecientes niveles de productividad

desregulación de los mercados de bienes y servicios. La mayor competencia resultante podría haber fomentado la innovación, al generar fuertes incentivos para la reducción de los costes de producción y distribución. De hecho, Estados Unidos ha sido testigo de la aparición de grandes empresas productoras en el sector de TI, que se caracteriza por una competencia feroz así como por una tasa de progreso tecnológico muy elevada. También se han registrado notables aumentos de la productividad en el comercio mayorista y minorista, donde la competencia ha sido una vez más intensa. Asimismo, el mercado de trabajo estadounidense ha contribuido favorablemente a esta evolución, como demuestra el continuo descenso del desempleo estructural desde los años 70 y la facilidad con que los trabajadores se desplazan desde los sectores en declive a los sectores en auge. En resumen, la introducción de reformas estructurales podría ser un requisito ineludible para la creación de incentivos de mercado más fuertes y la replicación del proceso de innovación estadounidense.

Con todo, no se sabe con certeza si se mantendrán los recientes patrones de crecimiento de la productividad ni si los países industrializados serán capaces de lograr tasas de crecimiento potencial más fuertes en el futuro. Por una parte, la reciente mejora en los aumentos de productividad en Estados Unidos puede que no dure eternamente. Concretamente, la disposición de las empresas a reducir costes y los efectos progresivos de las fuertes inversiones previas en equipos de TI podrían haber elevado el nivel de productividad y con ello su ritmo de crecimiento registrado durante algún tiempo. Sin embargo, estos efectos podrían desaparecer a la larga. Por otra parte, la tendencia a un aumento de la demanda de mano de obra menos cualificada, como consecuencia de las reformas estructurales aplicadas en las dos últimas décadas, también podría haber limitado de forma significativa la magnitud estimada de los incrementos totales de productividad en Estados Unidos y en algunos países europeos (por ejemplo, Irlanda, los Países Bajos y el Reino Unido). Una consecuencia positiva es que el desempleo estructural se ha reducido en la actualidad hasta niveles inferiores. En cualquier momento, estos efectos transitorios podrían empezar a disiparse, lo que posiblemente revele un crecimiento subyacente de la productividad más elevado en los años venideros. Pese a todo, las reflexiones aquí recogidas sugieren que la tendencia de las tasas de crecimiento del PIB varía considerablemente entre las economías de los principales países industrializados. Según diversas estimaciones, el crecimiento potencial podría cifrarse en casi un 3,5% anual en Estados Unidos, comparado con aproximadamente un 2,5% en el Reino Unido, un 2% en la zona del euro y un 1,5% en Japón.

¿Aumentará el crecimiento potencial a más largo plazo?

## La inflación

En los primeros compases de 2003, comenzó a hacerse patente una inquietud motivada por tensiones deflacionarias, que se fue atemperando durante el periodo analizado. Incluso en Japón, donde tanto los precios de consumo como el valor del suelo han caído de manera continua en los últimos

Los temores de deflación se atemperaron

años, ha ido calando progresivamente la idea de que podría hallarse próximo un punto de inflexión en la batalla contra la deflación. La recuperación de los precios de los bienes manufacturados en 2003 y el repunte de los precios de los productos básicos han contribuido a alejar los temores de deflación.

La inflación mundial permanece reducida

Con todo, la inflación mundial permanece en niveles bajos, ayudada en gran medida por unas brechas del producto negativas. Las presiones bajistas sobre los precios asociadas a estas brechas se han visto reforzadas recientemente por los aumentos de la productividad antes mencionados y por la contención de los salarios. La zona del euro ha constituido, en cierto modo, una excepción a esta regla, debido a la lentitud con la que la inflación ha respondido ante una brecha del producto negativa y creciente. La inflación ha permanecido cercana al límite del 2% establecido por el BCE, en parte como reflejo en algunas regiones de los efectos tardíos de la introducción del euro y, lo que es más importante, de unos costes laborales rígidos, así como de los esfuerzos de las autoridades económicas por elevar sus ingresos mediante subidas de los impuestos indirectos y de las tasas por utilización de los servicios públicos.

Expectativas de inflación ancladas

Las expectativas de inflación también se han mantenido bien ancladas en niveles reducidos. La diferencia entre los rendimientos de los bonos vinculados a un índice de precios y los de los bonos tradicionales sugiere que las expectativas de inflación hasta un horizonte de diez años han permanecido dentro de un intervalo acotado entre el 1,5% y el 2,5% anual para la zona del euro y Estados Unidos durante el periodo analizado. Esta relativa estabilidad se ha mantenido a pesar de los significativos cambios que han experimentado las perspectivas de crecimiento y de los bruscos ajustes de los tipos de cambio. Lo cierto es que la influencia de las fluctuaciones cambiarias sobre los precios parece haber sido hasta ahora muy limitada en las principales economías industrializadas. La inflación, medida por los precios de consumo, ha continuado en Estados Unidos a niveles bajos pese a la mayor debilidad del dólar. De forma similar, ni la inflación ha disminuido en la zona del euro ni la deflación se ha intensificado en Japón, aunque las divisas se han fortalecido. Sin embargo, la desaceleración de los precios de consumo tras la reducción de los precios de importación en Canadá y Australia, inducida por el tipo de cambio, ha reanimado el debate sobre la intensidad y dinámica del proceso de transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios internos en economías abiertas más pequeñas.

#### *Perspectivas de inflación*

Se prevé que la inflación se mantenga baja pese al encarecimiento de las materias primas

De existir, el riesgo de inflación más inmediato podría derivarse del aumento de los precios de los productos básicos (véase el Cuadro II.5). Si la producción industrial continuase aumentando con rapidez en China y los principales países industrializados comenzaran a crecer de manera sincronizada, los precios de los productos básicos podrían seguir aumentando. Además, podrían encarecerse a su vez las exportaciones chinas de bienes intensivos en materias primas. No obstante, los productos básicos no petrolíferos

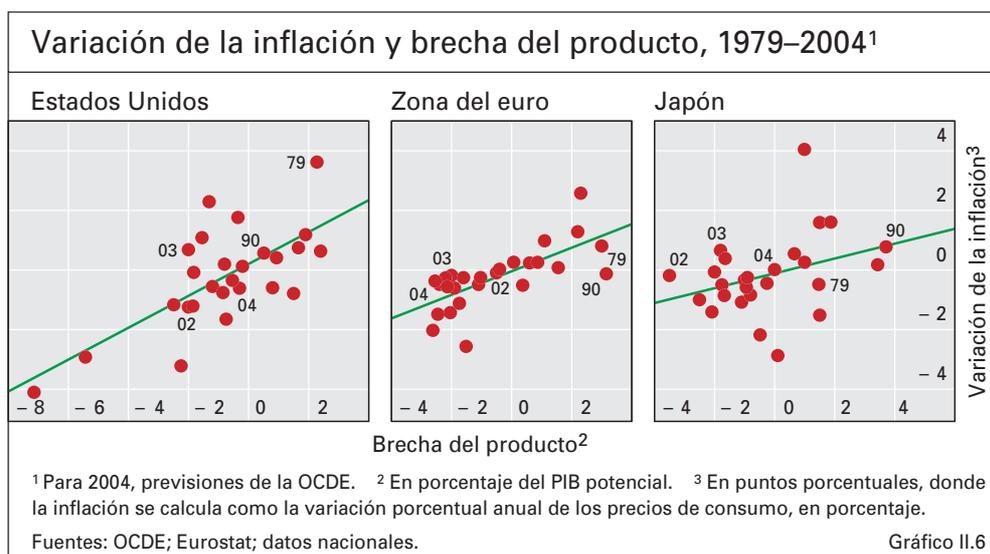
Comercio mundial y precios <sup>1</sup>					
Variación anual media, en porcentaje					
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Volúmenes del comercio	7,3	-0,5	3,1	5,2	7,1
Precios de los flujos comerciales (en dólares de EEUU)	-0,8	-3,5	0,9	11,6	6,1
Manufacturas	-0,9	-2,8	2,4	14,5	7,7
Petróleo	2,1	-13,8	2,5	15,8	3,8
Otros productos básicos	-0,5	-4,0	0,5	7,1	7,6
Relación real de intercambio <sup>3</sup>	0,0	0,4	1,1	1,3	0,3

<sup>1</sup> De bienes, exclusivamente. <sup>2</sup> Previsiones del FMI. <sup>3</sup> Países industrializados avanzados más las nuevas economías industrializadas asiáticas (Corea, Hong Kong RAE, Singapur y Taiwan, China).  
Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.5

representan un porcentaje muy pequeño de los costes totales en las economías avanzadas y el impacto de los mayores precios de los productos básicos expresados en dólares estadounidenses es mucho más débil en los países con monedas en proceso de apreciación, a lo que habría que añadir que ya se ha dejado sentir el grueso de los efectos del reciente encarecimiento del petróleo. Algunos observadores también han sugerido que el creciente volumen de liquidez de la economía mundial podría estimular la inflación o inducir una escalada de los precios de los activos (véanse los Capítulos IV y VII). Más tranquilizadora resulta la reciente desaceleración del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios en los principales países industrializados.

Otros análisis subrayan que las fuerzas desinflacionarias subyacentes continuarán ejerciendo su influencia durante algún tiempo. La perspectiva histórica sugiere que las brechas del producto negativas suelen ir acompañadas de un descenso de la inflación (véase el Gráfico II.6). El exceso de capacidad productiva es especialmente elevado en el sector manufacturero e incluso podría ser superior al que sugieren los datos nacionales, dada la mayor integración de la economía mundial y el fuerte crecimiento de la

Las fuerzas desinflacionarias continúan en la presente fase del ciclo económico



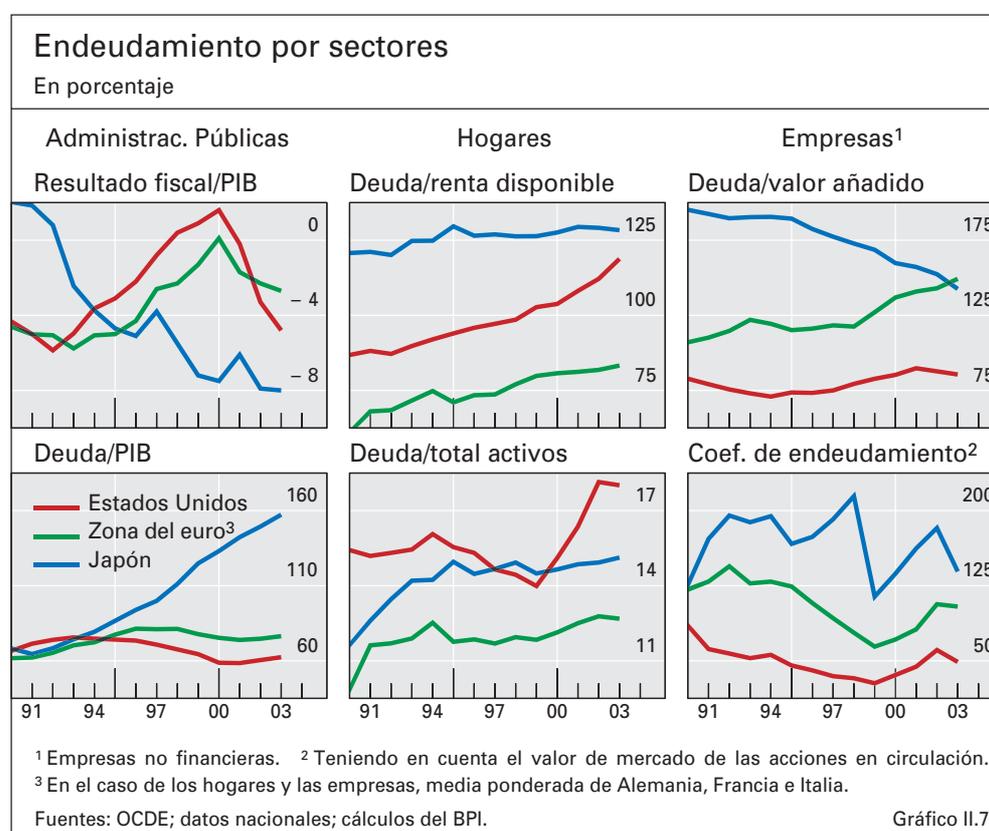
capacidad productiva en Asia. También en los principales mercados de trabajo se sigue observando una importante capacidad productiva ociosa, de modo que el crecimiento de los costes laborales unitarios permanecerá moderado, especialmente en aquellos países que han experimentado fuertes incrementos de la productividad.

## Los balances del sector privado

### Balances de las empresas

Cierta mejora de los balances de las empresas ...

Tras la reciente desaceleración económica, muchas empresas se fijaron como uno de sus objetivos prioritarios la reducción de la carga de la deuda, habiéndose realizado grandes progresos a escala mundial. La mayor demanda de sus productos, la limitación en la contratación de trabajadores, la contención salarial y quizás también un mayor poder de fijación de precios han contribuido a elevar los beneficios empresariales. La reticencia de las empresas a invertir en activos fijos, combinada con el efecto de los reducidos tipos de interés sobre los costes del servicio de su deuda, ha permitido también una mejora de sus balances financieros. Éstos también se han visto favorecidos por la recuperación de los precios de los activos financieros, de tal modo que los coeficientes de endeudamiento han disminuido en líneas generales (véase el Gráfico II.7), aunque permanecen muy por encima de los niveles observados cuando los precios de las acciones se encontraban en cotas máximas.



Esta mejora de los balances empresariales ha sido especialmente intensa en Japón. Pese a una notable recuperación de la inversión, el excedente financiero de las empresas creció hasta situarse en el 7% del PIB en 2003. El endeudamiento empresarial disminuyó para situarse en torno al 140% de su valor añadido, por debajo de los niveles cercanos al 200% registrados a comienzos de la década de los 90. La consolidación de la posición financiera de las empresas también ha sido evidente en Estados Unidos. Los fuertes aumentos de la productividad se han traducido directamente en ganancias mientras que la participación de los beneficios en el PIB ascendió recientemente hasta alcanzar su anterior máximo de 1997, muy por encima del nivel medio a largo plazo (véase el Gráfico II.2 panel izquierdo). El ritmo de crecimiento de la deuda empresarial (superior a un 10% anual al término de la década de los 90) se ha desacelerado, reduciendo los cocientes de endeudamiento sobre valor añadido a niveles más cercanos al promedio de la década de los años 90. Por otra parte, la rentabilidad empresarial no ha logrado crecer significativamente en la zona del euro, como muestra de la debilidad de la demanda, la apreciación de la moneda, la rigidez de los costes laborales y los escasos incrementos de la productividad. En consecuencia, esos cocientes de endeudamiento sobre valor añadido han aumentado aún más.

... especialmente en Japón

Si bien la situación de las empresas ha mejorado desde la última desaceleración cíclica, continúan sin disiparse algunas incertidumbres. En primer lugar, aún existen importantes diferencias sectoriales. En Estados Unidos, los sectores más favorecidos por el aumento de los beneficios han sido las instituciones financieras y las empresas informáticas. Por el contrario, las ganancias apenas han oscilado en el sector del comercio, la provisión de servicios públicos y la producción de bienes de consumo duradero distintos de TI. En Japón, las mejoras se han concentrado en los grandes fabricantes orientados a la exportación. En segundo lugar, las condiciones de acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas han continuado siendo difíciles en Japón y en algunos países europeos. Un tercer motivo de preocupación estriba en que tanto la valoración de las acciones (y, por ende, los coeficientes de endeudamiento) como el servicio de la deuda se han visto favorecidos por unos tipos de interés de los activos sin riesgo inusualmente bajos. Por último, la incertidumbre sobre la cuantía de los pasivos de los planes de pensiones corporativos y los recientes escándalos contables se suman para ensombrecer las perspectivas de futuro.

Persisten los riesgos

### *Balances de los hogares*

El panorama que se deriva de los balances de las familias es aún más dispar. El cociente de endeudamiento familiar sobre la renta personal ha crecido de forma continua en los principales países de la OCDE durante la pasada década. El grueso de esta escalada ha sido un reflejo del intenso crecimiento de la deuda hipotecaria en un entorno caracterizado por la innovación financiera. La creciente importancia del endeudamiento hipotecario sugiere que el aumento de los pasivos de los hogares se ha producido generalmente

Los pasivos de las familias han ido creciendo ...

en paralelo al crecimiento de sus activos, sin afectar por tanto a la riqueza neta agregada de las familias. En Estados Unidos, por ejemplo, el porcentaje de viviendas en propiedad creció casi 5 puntos porcentuales entre mediados de la década de los 90 y el año 2003. Además, este mayor endeudamiento debe contemplarse en el marco de una tendencia secular a la baja de los tipos de interés, que ha elevado los niveles de endeudamiento familiar “asequibles”.

... mientras que las tasas de ahorro han caído de manera continua

También ha existido un paralelismo entre el aumento de la deuda de los hogares y los acusados descensos de las tasas de ahorro familiar observados durante la última década en la mayoría de los países industrializados (véase el Gráfico II.2, panel derecho). Dentro de este ámbito, se ha centrado la atención en países como Estados Unidos y el Reino Unido, donde la evolución del consumo privado ha sido recientemente más dinámica. De hecho, las tasas de ahorro familiar en ambos países son bastante bajas en comparación con las del resto de la OCDE. Sin embargo, en retrospectiva histórica, la caída de las tasas de ahorro también ha sido pronunciada en Australia, Canadá y Japón. La zona del euro ha constituido la principal excepción a esta tendencia mundial. Así, la tasa de ahorro familiar en Francia ha crecido de manera continua desde finales de los 80 y en el resto de la zona del euro también se han recuperado estas tasas durante los últimos años. Este repunte posiblemente ha reflejado unas percepciones de inflación más alta tras la introducción del euro, así como una evolución negativa de los mercados de trabajo, pero también ha sido reflejo de las incertidumbres que rodean a los sistemas de pensiones y a las finanzas públicas, e incluso en términos más generales, de la adopción de reformas estructurales.

Las tasas de ahorro podrían no tener que aumentar ...

El hecho de que las tasas de ahorro familiar en la OCDE sean tan reducidas con relación a los patrones históricos podría indicar que los hogares pueden haber financiado una parte de su demanda pasada “tomando prestado” del futuro y que, por tanto, el retorno a una conducta “normal” tendería a reducir el gasto. Sin embargo, los patrones históricos pueden no ser ya los adecuados. Así, el continuo aumento de la riqueza neta de los hogares durante las últimas décadas en la mayoría de países podría significar que la tasa de ahorro familiar de equilibrio ha disminuido. Japón constituye una importante excepción a esta tendencia, pues su tasa de ahorro ha caído a la mitad desde 1991, mientras que el volumen de riqueza neta ha disminuido considerablemente. Las pautas que ha seguido recientemente el ahorro podrían también ser reflejo de una provisión más eficiente de crédito hipotecario, especialmente en Estados Unidos y en otras economías donde es más fácil para las familias obtener financiación con la garantía del valor neto de sus viviendas y endeudarse sobre la base de las plusvalías no realizadas. La disponibilidad de este colateral puede reducir en gran medida el coste del crédito y facilitar el proceso de estabilización intertemporal del consumo, elevando así el bienestar en la economía.

... aunque los hogares son vulnerables a las perturbaciones económicas

De todos modos, no puede descartarse que los propietarios de viviendas hayan sobrestimado su riqueza y hayan incrementado su vulnerabilidad a las perturbaciones mediante un mayor endeudamiento (véanse los Capítulos VI y VII). En este aspecto, La posibilidad de subidas repentinas de los tipos

de interés es uno de los motivos de preocupación, algo que afectaría particularmente a los hogares del Reino Unido, Australia y España, países donde la mayoría de las hipotecas están referenciadas a tipos variables. No obstante, si unos tipos de interés más elevados reflejasen expectativas de un aumento del producto, de un crecimiento más rápido de la renta familiar y de una menor tasa de desempleo, la deuda de los hogares ser haría más sostenible.

## Las perspectivas fiscales

### *Inquietud por las débiles posiciones fiscales*

La utilización en los últimos años de la política fiscal como estímulo al crecimiento mundial ha suscitado preocupación acerca de la sostenibilidad de la deuda pública. En sólo tres años, el superávit presupuestario de las Administraciones Públicas estadounidenses se ha convertido en un déficit equivalente al 5% del PIB. Los resultados fiscales también empeoraron en Europa, si bien en una medida mucho menor, mientras que el déficit público en Japón ha continuado siendo muy sustancial, con niveles cercanos al 8% del PIB.

Si bien los déficit fiscales exigen siempre una atenta vigilancia, los niveles recientes no resultan insólitos, con la notable excepción de Japón. Además, la política fiscal se ha utilizado en el momento oportuno (aunque quizás de forma fortuita) para suavizar la reciente desaceleración. Sin embargo, la mera existencia de esta flexibilidad subraya la importancia de un marco de disciplina fiscal a medio plazo que asegure la contención en periodos de prosperidad, de tal modo que las autoridades públicas puedan reaccionar en contra del ciclo en periodos de coyuntura baja. Afortunadamente, el reciente aumento de los déficit públicos ha tenido lugar sobre todo en países que se habían dotado de un margen de maniobra suficiente durante la expansión precedente, en concreto Estados Unidos y el Reino Unido.

Los actuales niveles de deuda pública en muchos países todavía no resultan claramente excesivos. Así, los pasivos brutos de las Administraciones Públicas estadounidenses, en porcentaje del PIB, continúan siendo significativamente inferiores a los existentes a comienzos de los 90. En la zona del euro, la situación de hecho ha mejorado en los países donde existía mayor riesgo para la sostenibilidad de la deuda pública, como en el caso de Bélgica. Con todo, los pasivos públicos han ido creciendo en promedio durante la última década y las tres mayores economías de la zona superan ahora el límite máximo del 60% del PIB, establecido en el Tratado de Maastricht. En Japón se prevé que la deuda pública alcance un 160% del PIB durante el presente año y continúe creciendo anualmente en torno a 5 puntos porcentuales del PIB.

Es obvio que la deuda del sector público no puede crecer sin límite alguno. Una situación fiscal deteriorada puede elevar los tipos de interés a largo plazo y expulsar la inversión privada si los mercados no anticipan su

Los déficit públicos han contribuido a suavizar la desaceleración ...

... y los niveles de deuda todavía no resultan claramente excesivos

Pero los pasivos públicos no pueden crecer de forma ilimitada ...

corrección. En caso de que el Gobierno intentase contrarrestar este proceso mediante un estímulo monetario, podrían aumentar las presiones inflacionistas. La lección a extraer de las últimas décadas es que cuanto más se retrase el saneamiento presupuestario, mayor será la necesidad de realizar un ajuste severo a posteriori. La consolidación fiscal aplicada en algunos países europeos muy endeudados (como Bélgica e Italia en los años 90) exigió una difícil contención del gasto público y unas subidas de impuestos sustanciales.

... lo cual hace necesaria una consolidación fiscal en algún momento ...

Desde esta perspectiva a más largo plazo, los resultados fiscales en muchos de los países más importantes deben mejorar de forma significativa para poder estabilizar al menos los actuales cocientes de deuda neta sobre PIB (véase el Cuadro II.6). Además, los tipos de interés en estos momentos son muy reducidos y su vuelta a niveles más en consonancia con los promedios históricos elevaría el coste del servicio de un volumen de deuda aún creciente.

Indicadores fiscales en 2003							
	Posición financiera	Posición estructural <sup>1</sup>	Posición cíclica <sup>2</sup>	Deuda neta	Deuda bruta	Esfuerzo de estabilización de la deuda <sup>3</sup>	Riesgo en pagos de intereses <sup>4</sup>
Estados Unidos	-4,9	-3,9	-1,0	47	63	2,7	0,6
Zona del euro	-2,8	-1,6	-1,2	55	76	0,6	-0,3
Alemania	-4,0	-2,4	-1,6	52	65	2,7	-0,5
Francia	-4,1	-2,9	-1,2	43	70	2,5	-0,8
Italia	-2,4	-1,4	-1,0	94	117	-1,5	0,4
España	0,3	1,0	-0,7	36	63	-2,6	0,9
Países Bajos	-3,2	-2,1	-1,1	43	54	1,4	-0,8
Bélgica	0,2	-1,0	1,2	93	102	-4,4	0,3
Austria	-1,2	0,1	-1,3	45	67	-0,6	-0,3
Grecia	-2,7	-2,6	-0,1	...	103	-4,5	1,7
Portugal	-2,8	-0,9	-1,9	...	60	0,3	-1,6
Finlandia	2,1	2,8	-0,7	-47	53	-0,7	-1,4
Irlanda	-0,3	1,0	-1,3	...	32	-2,0	-2,4
Japón	-8,2	-7,2	-1,0	79	155	9,2	1,1
Reino Unido	-3,0	-2,7	-0,3	32	54	1,3	0,3
Canadá	1,2	1,8	-0,6	35	76	-3,3	1,1
Australia	-0,6	-0,5	-0,1	3	18	0,4	-0,2
Suecia	0,2	1,2	-1,0	3	63	-0,3	0,8
Dinamarca	1,2	2,3	-1,1	5	51	-1,4	-0,7
Noruega	9,3	-3,0	12,3	-90	24	-5,3	-1,2
Nueva Zelanda	2,4	3,7	-1,3	15	38	-3,1	-0,2
Conjunto de países <sup>5</sup>	-4,1	-3,2	-0,9	50	79	2,5	0,4

Nota: Los datos se refieren al conjunto de las Administraciones Públicas y vienen expresados en porcentaje del PIB.

<sup>1</sup> Situación financiera ajustada cíclicamente; para Noruega se excluyen los ingresos de las actividades petrolíferas. <sup>2</sup> Diferencia entre la posición financiera efectiva y la estructural. <sup>3</sup> Cambio necesario en la posición financiera para estabilizar la deuda neta (deuda bruta en el caso de Grecia, Irlanda y Portugal), considerando que el PIB nominal crece a su ritmo potencial. <sup>4</sup> Diferencia entre los pagos de intereses brutos potenciales y efectivos; los pagos de intereses potenciales serían los resultantes si el diferencial entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés aparente de la deuda bruta (deuda neta en el caso de Grecia) fuera igual a su promedio del período 1994-2003. <sup>5</sup> Media ponderada de los países incluidos, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000.

Fuentes: FMI; OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.6

Asimismo, también es necesario restablecer, por precaución, un cierto margen de maniobra, especialmente en los países donde los déficit estructurales son relativamente altos. Esta necesidad se justifica por el exceso de optimismo en las previsiones fiscales oficiales, tan evidente en los últimos años, y por la incertidumbre sobre las tendencias del crecimiento potencial anteriormente analizada.

Diversos Gobiernos ya han manifestado su intención de reducir los déficit públicos en los próximos años, suponiendo que perdure la actual recuperación. Pese a ello, algunos de estos planes parecen ser demasiado ambiciosos, por lo que los mercados podrían tacharlos de irreales y considerarlos posiblemente insuficientes. Este hecho ha reforzado el argumento en pro de la adopción de una estrategia fiscal a medio plazo creíble en las principales economías industrializadas, si bien dichos marcos presupuestarios deberían asimismo otorgar cierto margen de maniobra a las políticas discrecionales. En suma, suscita preocupación la reciente relajación de las reglas fiscales, que habían sido fundamentales para el logro de la consolidación presupuestaria de los años 90. Por ejemplo, varios países de la zona del euro han sobrepasado los límites establecidos para el déficit en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En Estados Unidos, las autoridades han abandonado los sistemas de techos para el gasto discrecional adoptados en la década de los 90. En el caso de Japón, la adopción de una estrategia a largo plazo orientada a contener el volumen creciente de deuda pública resulta una necesidad cada vez más imperiosa.

... y unos marcos  
fiscales creíbles a  
medio plazo

#### *La cuestión del envejecimiento*

Aun con ciertas reticencias, se constata cada vez más el hecho de que los compromisos públicos en los países industrializados en cuanto al pago de prestaciones de jubilación y asistencia sanitaria en favor de las personas de edad avanzada no pueden afrontarse sin medidas de política adicionales. Este problema debe contemplarse dentro de un contexto más amplio, relativo a las consecuencias macroeconómicas del envejecimiento de la población. Bajo el supuesto del mantenimiento de las actuales tendencias de las tasas de natalidad y de inmigración, la proporción que representa la población activa sobre la población inactiva se reducirá de manera vertiginosa en las próximas décadas. En consecuencia, se prevé un pronunciado incremento de la demanda de prestaciones por parte de los futuros pensionistas, con el riesgo de que resulte excesiva la presión fiscal implícita sobre las futuras generaciones de trabajadores —relativamente más reducidas—, dando lugar a recortes generalizados y perturbadores de dichas prestaciones o a su reducción efectiva mediante una mayor inflación.

Las consecuencias  
fiscales del  
envejecimiento de  
la población  
suscitan gran  
preocupación

A fin de conjurar este riesgo, cabría considerar tres tipos de actuación. La primera y más acuciante sería promover la comprensión pública de la sencilla aritmética anterior. Esta labor exigiría el reconocimiento pleno de los pasivos implícitos derivados del envejecimiento, que habitualmente permanecen ocultos con los actuales métodos de contabilidad presupuestaria del sector público. Una segunda respuesta, que se sustenta en la primera, es el recorte de los beneficios adquiridos de forma progresiva, limitando con ello las transferencias entre las generaciones actuales y futuras de trabajadores. Una

tercera medida, propuesta con frecuencia, estribaría en complementar los compromisos públicos mediante el ahorro privado, si bien una modificación de los mecanismos de acceso a las pensiones apenas contribuiría a afrontar la problemática de los derechos previamente adquiridos.

El aspecto crucial radica en elevar los niveles de vida medios

El aspecto crucial, sin embargo, radica en ampliar el conjunto de recursos (es decir, las rentas nacionales) que financiará el pago de las prestaciones sociales futuras. Una primera propuesta consiste en elevar las tasas de ahorro y con ello el capital disponible para mantener a los futuros trabajadores, mediante una mayor dependencia de los planes de ahorro de financiación privada. Ciertamente, a menudo se estima que estos sistemas se encuentran mejor preparados para afrontar las consecuencias del envejecimiento, pero lo que todavía no está claro es si se conseguirá que el ahorro nacional agregado crezca realmente y si ello se traducirá en la práctica en unas mayores rentas futuras. Además, los países que antes tendrán que afrontar las consecuencias del envejecimiento (las economías europeas y Japón) ya cuentan con un elevado nivel de ahorro privado, por lo que un mayor volumen de inversión podría no ser muy eficaz a la hora de elevar el producto potencial. Una segunda propuesta consiste en aumentar el tamaño de la población activa en el futuro, es decir, en los periodos en que deban realizarse las mayores transferencias públicas. Muchos países ya han adoptado medidas para incrementar la edad de jubilación y algunos podrían tomar seriamente en consideración la posibilidad de permitir la entrada de un mayor número de trabajadores extranjeros. La experiencia anterior sugiere que las políticas orientadas a reducir el desempleo estructural y a elevar la tasa de actividad de la población también podrían tener efectos palpables sobre el nivel de producto potencial. Una tercera solución propuesta radica en incrementar la cantidad de producto generada con unos determinados niveles de trabajo y capital. Unos mayores aumentos de la productividad total de los factores dejarían más recursos disponibles para el consumo de la población, integrada por cohortes decrecientes de trabajadores y cohortes crecientes de no trabajadores. Suponiendo que se mantengan las trayectorias actuales, las divergencias en las tendencias de aumento de la productividad anteriormente mencionadas sugieren que Estados Unidos se encuentra en una situación más favorable a este respecto que la mayoría de los restantes países industrializados.

## La evolución de la cuenta corriente

### *Aumento de los desequilibrios por cuenta corriente mundiales*

El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ...

La economía mundial continuó caracterizándose en 2003 por unos intensos desequilibrios por cuenta corriente (véase el Cuadro II.7). El déficit de la balanza de pagos aumentó en Estados Unidos hasta alcanzar casi los 550 mil millones de dólares, en torno a un 5% del PIB de ese país. Los superávits por cuenta corriente se registraron principalmente en Asia, pero también en algunos países de Europa (esencialmente en Alemania, Suiza y Noruega). Deficiencias del aparato estadístico hicieron que en 2003 no se

Balanza por cuenta corriente de las principales zonas económicas					
En miles de millones de dólares de EEUU					
	Media 1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1</sup>
Estados Unidos	-150	-394	-481	-542	-496
Unión Europea	9	-6	67	36	48
Japón	107	88	113	138	144
Otros países industrializados avanzados	4	56	46	41	44
Países emergentes asiáticos	22	90	132	148	128
Resto del mundo	-72	-3	13	58	33
<i>Economía mundial</i> <sup>2</sup>	-80	-169	-110	-121	-99

<sup>1</sup> Previsiones del FMI. <sup>2</sup> Refleja errores, omisiones y asimetrías en las estadísticas de la balanza de pagos.  
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales. Cuadro II.7

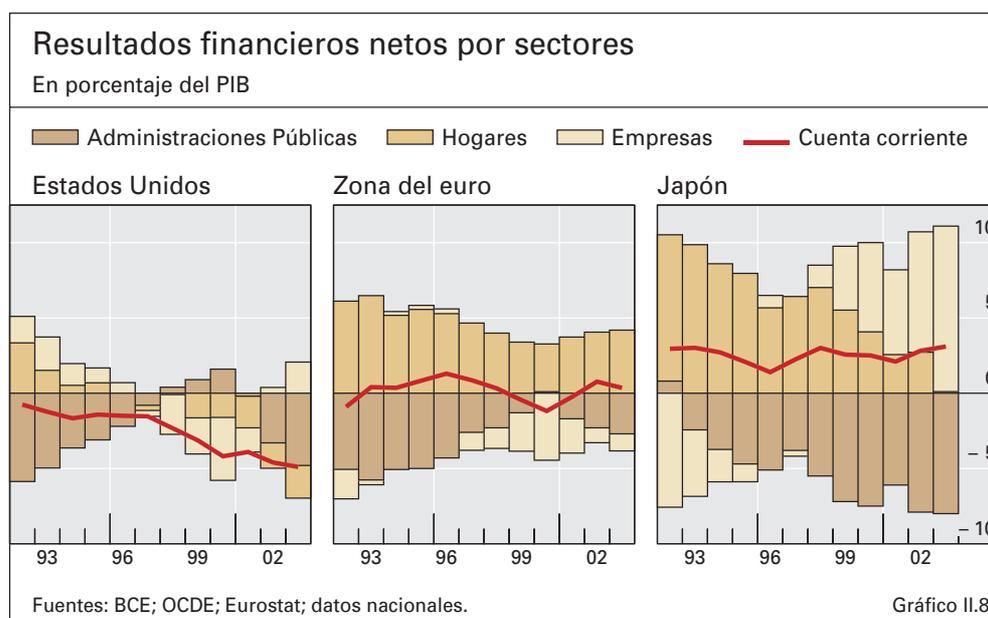
tuvieran en cuenta más de 100 mil millones de dólares del total del déficit. Esta situación persiste desde finales de los años 90 y empaña cualquier análisis de la situación actual de las balanzas por cuenta corriente.

Desde mediados de la década de los 90, el déficit de Estados Unidos se ha triplicado con creces en puntos porcentuales del PIB, habiendo registrado los mercados emergentes (especialmente de Asia) en contrapartida el grueso del consecuente aumento del superávit. El panorama ha sido relativamente más estable en el resto de las principales economías industrializadas. Así, la balanza por cuenta corriente japonesa ha arrojado de forma periódica un superávit significativo de entre un 2% y un 3% del PIB, mientras que la zona del euro también ha mantenido una situación comparativamente estable, con tan sólo un ligero superávit en promedio durante la pasada década.

En Estados Unidos, el intenso crecimiento de la demanda y el elevado valor del dólar ampliaron el desequilibrio exterior a finales de la década de los 90. Sin embargo, y pese al debilitamiento del dólar, en los últimos años se ha producido un continuo aumento de este desequilibrio. Es posible que se haya dejado sentir un clásico efecto de la curva-J (por el que la balanza comercial empeora en las etapas inmediatamente posteriores a una depreciación del tipo de cambio), así como el de unos mayores precios del petróleo. Sin embargo, la evolución de los precios de las importaciones en Estados Unidos ha sido bastante moderada, reflejando la práctica generalizada por parte de los exportadores extranjeros de discriminar los precios según el mercado. Efectivamente, el déficit comercial de Estados Unidos parece haberse debido al hecho de que la economía estadounidense ha estado creciendo a un ritmo más rápido que la mayoría de sus socios comerciales y a que la elasticidad de sus importaciones con respecto a la demanda en ese país parece ser mayor que la elasticidad de sus exportaciones con respecto a la demanda externa.

Por definición, el notable aumento de las necesidades de endeudamiento externo de Estados Unidos desde mediados de la década de los 90 ha

... se ha triplicado desde mediados de los 90 ...



... como reflejo de una brecha creciente entre la inversión y el ahorro

discurrido paralelo a la creciente brecha entre la inversión y el ahorro. Antes de la última recesión, el ahorro familiar cedió y la inversión, en porcentaje del PIB, aumentó. Estos dos factores elevaron los déficits por cuenta corriente, pese a la notable mejora de los resultados fiscales (véase el Gráfico II.8). Tras la recesión, el panorama cambió al reducirse la inversión y elevarse el ahorro del sector empresarial. Aun así, continuó creciendo el endeudamiento externo del país al registrarse un importante déficit de ahorro público. Esta situación suscitó inquietud por la posible reaparición de un problema de "déficit gemelos", tras el recuerdo de lo ocurrido en la

Ahorro e inversión									
En porcentaje del PIB									
	Inversión			Cuenta corriente			Ahorro interno		
	Variación		Nivel	Variación		Nivel	Variación		Nivel
	1997–2000	2000–03	2003	1997–2000	2000–03	2003	1997–2000	2000–03	2003
Estados Unidos	1,0	-2,4	18,4	-2,7	-0,7	-4,9	-1,6	-3,2	13,4
Zona del euro	1,7	-2,1	19,9	-2,0	1,6	0,4	-0,4	-0,5	20,3
Otros países europeos <sup>1</sup>	0,4	-1,8	16,6	-0,4	0,5	2,0	-0,1	-1,3	18,6
Otros países avanzados <sup>2</sup>	0,1	0,9	22,1	2,5	-1,3	-1,1	2,5	-0,4	21,0
Japón	-2,4	-2,3	24,0	0,2	0,7	3,2	-2,1	-1,6	27,2
Principales países emergentes asiáticos <sup>3</sup>	-3,9	1,4	30,7	2,3	0,9	4,0	-1,6	2,3	34,6
Otros principales países emergentes <sup>4</sup>	-1,0	-1,2	20,6	1,3	2,0	0,7	0,2	0,8	21,3
Total	-0,2	-1,8	21,0	-0,9	0,4	-0,5	-1,1	-1,3	20,5

<sup>1</sup> Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza. <sup>2</sup> Australia, Canadá y Nueva Zelandia. <sup>3</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>4</sup> Argentina, Brasil, Chile, Hungría, México, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: BCE; Eurostat; CEIC; datos nacionales.

Cuadro II.8

década de los 80. Sin embargo, una tendencia más persistente ha sido el paralelismo entre fuertes déficit por cuenta corriente y niveles de ahorro neto familiar continuamente reducidos.

Las pautas de ahorro han sido algo más estables en Europa, aunque se han producido importantes variaciones en países de la zona del euro desde mediados de los años 90. En Alemania, la caída de la inversión ha dado paso a un elevado superávit por cuenta corriente. En Italia, la tasa de inversión sobre el PIB ha gozado de una mayor uniformidad, pero la caída del ahorro familiar ha causado un sustancial déficit por cuenta corriente. Japón ha seguido registrando un continuo y paralelo descenso del ahorro y la inversión (véase el Cuadro II.8). En los países asiáticos emergentes, la inversión se redujo tras la crisis financiera de 1997–98, habiendo crecido sólo moderadamente en los últimos años, mientras que las tasas de ahorro se han recuperado. En otras economías emergentes se ha observado una mejora de la balanza por cuenta corriente agregada como reflejo de un mayor ahorro y de una menor inversión.

Pautas de ahorro e inversión fuera de Estados Unidos

#### *Sustanciales incertidumbres a medio plazo*

El riesgo de proteccionismo ha aumentado a consecuencia de la ampliación de los desequilibrios externos junto con la percepción de que la oferta de bienes y servicios de bajo coste procedentes de las economías asiáticas en rápido crecimiento pone en peligro el empleo en las economías desarrolladas. Las actitudes proteccionistas podrían asimismo exacerbarse debido a la eliminación programada de las cuotas a las importaciones de productos textiles y a la consabida subcontratación transfronteriza de servicios (por ejemplo, a la India). Es obvio que esta preocupación resulta exagerada, dado el escaso tamaño de los sectores implicados. Además, muchos países han conseguido afrontar con éxito durante muchos años el descenso secular del empleo en el sector manufacturero. De hecho, el desempleo estructural ha disminuido en la OCDE desde mediados de los años 90.

Riesgo de proteccionismo

Un segundo aspecto es el relativo al modo en que se han financiado los desequilibrios externos (véase el Capítulo V). La composición de las entradas de capital en Estados Unidos ha sufrido un reajuste en los últimos años, desde inversiones directas privadas e inversiones de cartera en acciones hacia tenencias oficiales de deuda pública estadounidense en el extranjero, especialmente por parte de bancos centrales de Asia. El debilitamiento del dólar hasta febrero del presente año podría ser un indicio de una dependencia creciente de tales flujos.

La financiación de las necesidades de endeudamiento de Estados Unidos

No resulta sencillo establecer el grado de vulnerabilidad de los flujos de capital hacia Estados Unidos con respecto a los cambios de opinión de los inversionistas. Algunos analistas han manifestado su preocupación por el riesgo que correría la demanda de activos en dólares en caso de que se socavara la confianza de los inversionistas ante la acumulación de deuda estadounidense o unas perspectivas de crecimiento menos favorables. Desde esta óptica, no se puede obviar que, al término de 2002, los pasivos internacionales netos de Estados Unidos ascendían a un 25% del PIB (a precios de mercado). Es muy probable que este cociente aumente en los próximos

años, ya que la estabilización de la relación entre la deuda neta y el PIB exigiría una fuerte reducción del déficit por cuenta corriente estadounidense, lo que actualmente parece poco factible.

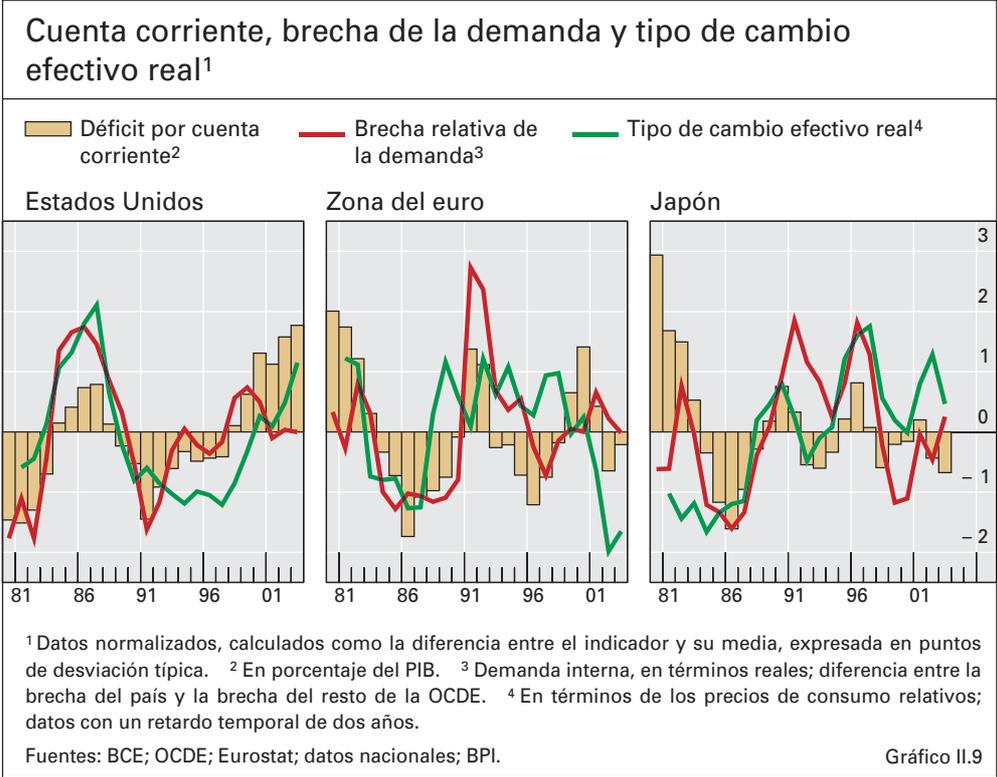
No obstante, se aprecian algunos elementos más positivos. La deuda exterior de Estados Unidos, aunque elevada con arreglo a patrones históricos, continúa siendo más reducida que la de otros países industrializados (por ejemplo, la de Australia es del 60% del PIB). Además, el aumento de los pasivos exteriores estadounidenses ha tenido lugar en un contexto caracterizado por una creciente liberalización financiera y por un desarrollo concomitante de la propiedad transnacional de los *stocks* de capital. Este hecho sugiere que la financiación en los mercados mundiales de las divergencias nacionales entre ahorro e inversión es considerablemente más sencilla en la actualidad que en décadas precedentes, aunque el tamaño de las brechas sea elevado.

Es preciso subrayar asimismo que los flujos financieros derivados de los resultados de la balanza por cuenta corriente no son el único motivo de las variaciones en las posiciones de inversión neta, sino que los efectos de valoración también tienen trascendencia. Por ejemplo, el aumento de la deuda exterior neta estadounidense entre 1983 y 1990 (superior a 400 mil millones de dólares) ascendió a menos de la mitad de los déficit por cuenta corriente acumulados durante ese periodo. Esta discrepancia obedeció en gran medida al mayor valor expresado en dólares de los activos estadounidenses denominados en moneda extranjera, ya que el dólar se depreció durante gran parte del periodo.

Posiblemente tenga mayor importancia constatar que el caso de Estados Unidos resulta único por tres motivos. En primer lugar, el dólar desempeña un destacado papel como moneda ancla, de reserva y de intervención (véase el Capítulo V). Este hecho puede haber generado un sesgo estructural en favor de los activos estadounidenses a medida que los países de todo el mundo elevaron sus tenencias de activos extranjeros. En segundo lugar, Estados Unidos aún disfruta de un pequeño superávit de su balanza de rentas netas por inversiones, pese a una deuda exterior elevada y creciente. Aunque la actual situación de tipos de interés bajos a escala internacional ha favorecido claramente a los deudores netos en detrimento de los acreedores, existe un factor de mayor calado estructural; a saber, que el rendimiento de la inversión directa estadounidense en el exterior ha sido persistentemente superior al de los activos de propiedad extranjera radicados en Estados Unidos. Este hecho sugiere que las empresas estadounidenses instaladas desde hace tiempo en el extranjero pueden disfrutar de una ventaja estructural en términos de rentabilidad. En tercer lugar, Estados Unidos ha sido capaz de atraer flujos de capital a largo plazo considerables y crecientes durante la pasada década. De cara al futuro, en caso de perdurar la mejora sustancial recientemente registrada en el crecimiento de la productividad estadounidense en comparación con la de otros países, podría lograrse la consolidación de esos flujos de entrada de capital en el medio plazo.

Los efectos de valoración trascienden en la posición exterior neta ...

... y el caso de Estados Unidos es único ...



Unos déficit por cuenta corriente continuamente elevados en Estados Unidos todavía podrían ser consistentes con una estabilización a largo plazo de su cociente de deuda exterior neta sobre el PIB, aunque a un nivel notablemente superior al actual. Esto elevaría los costes del servicio de la deuda. Asimismo, el problema se agrava por el hecho de que, con el tiempo, la tasa de rendimiento real de los activos mantenidos en Estados Unidos por los no residentes debería aproximarse a la tasa de crecimiento de ese país y también a la tasa de rendimiento real de los activos extranjeros propiedad de residentes estadounidenses. En este contexto, una estabilización del cociente de deuda exterior neta de Estados Unidos exigiría una posición más equilibrada de la balanza por cuenta corriente de rentas netas por inversiones, y por tanto, un déficit comercial estadounidense mucho más reducido acompañado de unos menores superávits comerciales concomitantes en otros países. Dada su menor brecha negativa del producto, el déficit comercial de Estados Unidos sin duda sería menor si sus principales socios comerciales retornaran a sus tasas de crecimiento potenciales. Con todo, cualquier reducción significativa de ese déficit es probable que exija un ajuste adicional de los precios relativos (por ejemplo, de los tipos de cambio reales), así como un reequilibrio de la demanda interna mundial hacia los países con superávit por cuenta corriente (véase el Gráfico II.9).

... pero debe reducirse el déficit comercial de Estados Unidos

*Proceso de ajuste*

Es obvio que un dólar más depreciado equilibraría el déficit comercial estadounidense. El resto del mundo reduciría sus superávits comerciales con Estados Unidos y la absorción en este país caería en relación a su producto al reducirse su déficit comercial. Sin embargo, la magnitud y la velocidad de

Variaciones de los tipos de cambio

estos ajustes dependen de las elasticidades del comercio en términos relativos. Asimismo, los efectos de cualquier reajuste cambiario podrían ser inferiores a los convencionalmente aceptados, ya que a menudo las modificaciones de los tipos de cambio nominales sólo se reflejan parcialmente en variaciones de la competitividad. Por ejemplo, el dólar se apreció un 34% en términos efectivos nominales entre 1995 y 2001, mientras que los tipos de cambio efectivos reales de Estados Unidos (medida en términos de costes laborales unitarios relativos de las manufacturas) sólo aumentaron un 23%. Además, los exportadores estadounidenses únicamente comenzaron a perder cuota de mercado en 1998, lo que sugiere que el impacto de la apreciación del dólar se dejó sentir con bastante retraso. Además, mientras que las cifras de exportación de Estados Unidos sufrieron un notable deterioro entre 1998 y 2003, sus importaciones no crecieron por encima de los patrones históricos durante ese periodo. Por último, dado que actualmente las importaciones de ese país son superiores en aproximadamente un 50% a sus exportaciones, la reducción del déficit comercial posiblemente requeriría una depreciación sustancial del dólar.

Consecuencias para los balances de un reajuste del dólar

Un reajuste del dólar podría tener consecuencias fuera de Estados Unidos. Una primera repercusión potencial sería una demanda más débil en otros países, puesto que muchas economías industrializadas han utilizado la demanda de importaciones estadounidenses como motor de crecimiento, dado que sus propias demandas de bienes no comerciables no han crecido a un ritmo que pudiera sostenerse por sí mismo. Además, una caída considerable del dólar podría dar lugar a tensiones inflacionistas en Estados Unidos, con un posible reflejo en forma de unos tipos de interés estadounidenses y mundiales más elevados, lo que reduciría las rentas netas por inversiones de Estados Unidos. Por último, una depreciación del dólar demasiado marcada podría dar lugar a excesivas presiones desinflacionarias en los socios comerciales estadounidenses, cuyos efectos podrían ir más allá del impacto directo sobre los precios resultante de la apreciación de las divisas. En torno a la mitad de los activos estadounidenses mantenidos en el exterior están denominados en moneda extranjera, mientras que la práctica totalidad de los pasivos de esa economía se denominan en dólares, lo que significa que una depreciación del dólar representaría una mejora de la posición de inversión internacional neta de Estados Unidos, pese a los pasivos exteriores netos de este país. Dado que las magnitudes totales de los activos y pasivos estadounidenses han aumentado durante las dos últimas décadas hasta un 62% y un 87% del PIB respectivamente, los efectos de valoración resultantes de una depreciación del dólar en un 10% reducirían, a igualdad del resto de variables, la deuda exterior neta en torno a un 3% del PIB. Esto tendría importantes repercusiones negativas sobre los países acreedores, pudiendo inducir una desaceleración del gasto que obstaculizaría el proceso de ajuste.

Mayor ahorro en los países con fuertes déficit exteriores

Otra forma de equilibrar de nuevo la demanda interna consistiría en un incremento del ahorro nacional en los países con fuertes déficit exteriores y en una reducción del mismo en aquellas economías que registran superávit. Tradicionalmente, los patrones comerciales han sido más sensibles a variaciones de la demanda que a cambios de los precios relativos, por lo que,

en este contexto, la política fiscal cuenta con un atractivo obvio, al menos en Estados Unidos. Además, una orientación fiscal más restrictiva ayudaría a afrontar los desafíos a largo plazo planteados por la creciente deuda pública estadounidense. Sin embargo, una consolidación fiscal rápida e intensa en ese país también podría tener un efecto contractivo a escala mundial, mientras que el atractivo de la solución alternativa —a saber, permitir una orientación fiscal más expansiva en las economías donde aparentemente el ahorro es demasiado elevado— es sólo limitado, dados los elevados niveles de deuda pública existentes en la mayoría de los países.

La actual disparidad en cuanto a las tasas de ahorro privado también ofrece cierto margen para el ajuste, aunque resulta más difícil concebir cuáles serían las medidas específicas de política económica recomendables. Las tasas de ahorro familiar son particularmente reducidas en los países con déficit por cuenta corriente, como Estados Unidos, el Reino Unido y Australia, pero es cierto que podrían aumentar, por ejemplo ante una subida de los tipos de interés. De manera simétrica, podría incentivarse un descenso del ahorro familiar en países con superávit por cuenta corriente abultados, especialmente en economías emergentes de Asia. El ahorro de los consumidores ha aumentado recientemente en la zona del euro, pudiendo existir un cierto margen para una reversión de esta tendencia. La tasa de ahorro familiar ya ha disminuido de un modo muy acusado en Japón, pero no resulta evidente si esta evolución a la baja podría o debería continuar. Por último, parece existir poca capacidad de maniobra para ajustar las pautas de inversión. En Estados Unidos, el margen para un descenso adicional de la tasa de inversión con respecto al PIB es aparentemente limitado por la fuerte corrección que ya ha tenido lugar, mientras que desde una óptica internacional, las tasas de inversión en Asia continúan siendo relativamente elevadas y podría producirse fácilmente una inversión improductiva. Por otra parte, un mayor volumen de inversión en las economías no asiáticas que aún se encuentran en etapas tempranas de desarrollo económico podría resultar decisivo para incrementar su producto potencial.

Lo anterior sugiere que los desequilibrios exteriores podrían evolucionar por tres vías diversas en los próximos años. Un primer escenario nada deseable vendría dado por un reajuste potencialmente intenso y desordenado de los tipos de cambio, a consecuencia por ejemplo de una menor disposición de los inversionistas extranjeros a adquirir activos estadounidenses. En tal caso, probablemente se reduciría el consumo en Estados Unidos de unas importaciones encarecidas, mientras que los tipos de interés a largo plazo podrían aumentar. Un segundo escenario consistiría en el mantenimiento del panorama actual, en el que, por ejemplo, los bancos centrales asiáticos continuarían acumulando reservas extranjeras. Sin embargo, esta situación distorsionaría la asignación internacional del capital y, al retrasar el necesario ajuste, podría incrementar el riesgo de que se produzca un ajuste posterior más profundo y perturbador. En cualquier caso, es inevitable que se produzcan fluctuaciones bruscas en una serie de tipos de cambio bilaterales, especialmente en los países industrializados con regímenes de tipo de cambio flexible. Un tercer escenario, el más deseable, contemplaría una reducción

Tres escenarios  
de ajuste

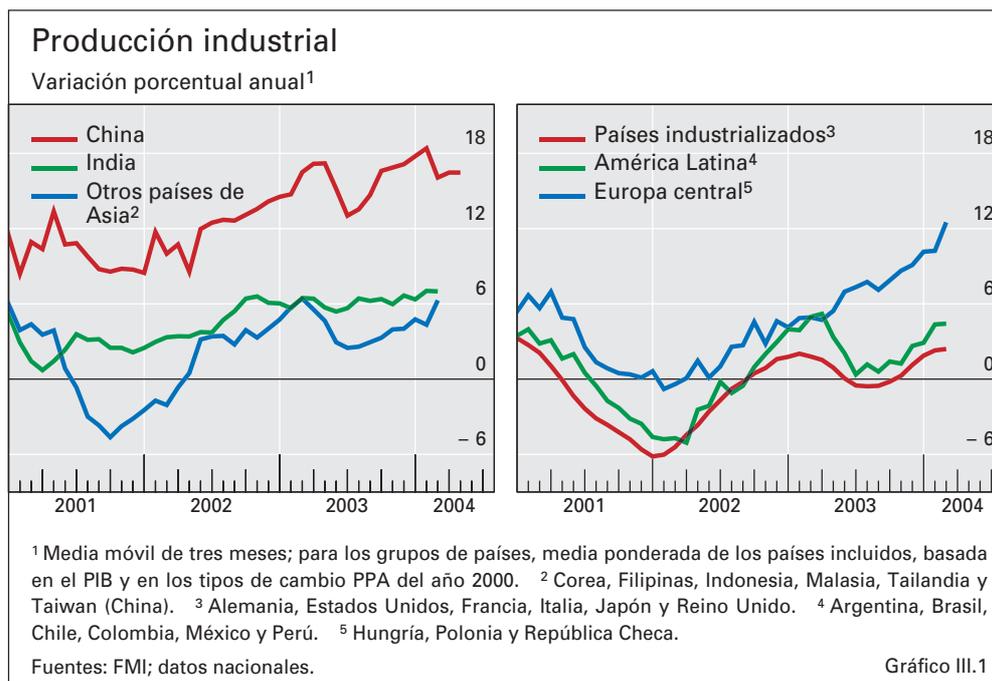
gradual de los desequilibrios externos a escala mundial, a través de los efectos retardados sobre los flujos comerciales estadounidenses de una depreciación moderada del dólar, de un nivel de ahorro algo superior en Estados Unidos (mediante el ahorro de los hogares y una orientación fiscal más restrictiva), de una mayor flexibilidad cambiaria en Asia y de una demanda interna más intensa fuera de Estados Unidos.

### III. Evolución de las economías de mercado emergentes

#### Aspectos más destacados

La abundancia de liquidez a escala mundial, como reflejo de unas condiciones monetarias expansivas y de una mayor predisposición de los inversionistas a asumir riesgos en los mercados de capital internacionales, estimuló el crecimiento de las economías de mercado emergentes a partir de mediados de 2003. Al mismo tiempo, se disiparon los efectos negativos derivados de una serie de perturbaciones. No obstante, en abril de 2004 se produjo un marcado cambio de tendencia, al aumentar pronunciadamente los tipos de interés a largo plazo, ampliarse los diferenciales crediticios de las economías de mercado emergentes y caer los precios de las acciones.

Durante la fase de expansión, iniciada hacia finales de 2001, China contribuyó de forma destacada a la actividad económica mundial, con un crecimiento de la producción industrial continuamente superior al registrado en otros países y regiones (véase el Gráfico III.1). En el resto de los países asiáticos, el crecimiento se recuperó tras la contención del brote de neumonía atípica (SARS). En América Latina, sin embargo, se registraron algunas disparidades en las tasas de crecimiento, pese a los estímulos procedentes de una mayor demanda en Estados Unidos, la fuerte subida de los precios de las materias primas y la progresiva relajación de la política monetaria. En el primer trimestre de 2004, el crecimiento permanecía moderado en Brasil,



Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real <sup>1</sup>			Precios de consumo <sup>1,2</sup>			Balanza por cuenta corriente <sup>3</sup>		
	Media 1999–2002	2003	2004	Media 1999–2002	2003	2004	Media 1999–2002	2003	2004
Asia <sup>4</sup>	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
China	7,7	9,1	8,6	-0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Corea	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Hong Kong RAE	4,0	3,1	6,0	-3,1	-2,6	-0,4	5,2	9,4	10,3
India	5,1	8,1	6,8	4,3 <sup>5</sup>	5,4 <sup>5</sup>	5,0 <sup>5</sup>	-0,1	0,8	-0,1
Otros países <sup>6</sup>	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
América Latina <sup>4,7</sup>	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	-2,2	0,6	0,6
Argentina	-4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	-1,7	5,8	3,7
Brasil	2,1	-0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	-3,8	0,8	0,3
México	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	-2,8	-1,4	-1,9
ECO <sup>4,8</sup>	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	-5,2	-4,4	-3,9
Rusia	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Turquía	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	-1,3	-3,0	-3,1
África	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	-0,7	-1,3
Oriente Medio	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Pro memoria:</i> <i>países del G-7</i>	2,2	2,2	3,4	1,7	1,8	1,7	-1,4	-1,6	-1,5

Nota: Las cifras correspondientes a 2004 se basan en las previsiones de consenso de mayo y en FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

<sup>1</sup> Variación porcentual anual. <sup>2</sup> En América Latina, cifras al final del periodo. <sup>3</sup> En porcentaje del PIB. <sup>4</sup> Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>5</sup> Precios al por mayor. <sup>6</sup> Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>7</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>8</sup> Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.

Fuentes: FMI; OCDE; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.1

había aumentado significativamente en México y se mostró firme en Argentina. En cuanto a Europa central y oriental (ECO), las perspectivas de adhesión a la Unión Europea y la vitalidad de la demanda en otras regiones propiciaron un fuerte crecimiento de la producción industrial en Hungría, Polonia y República Checa. Las previsiones de consenso para 2004 (véase el Cuadro III.1) indican una notable recuperación del crecimiento en América Latina y la persistencia de un fuerte crecimiento en el resto de las principales regiones.

El crecimiento estuvo relacionado con las vertiginosas subidas generalizadas de los precios del petróleo y de otros productos básicos, inducidas en parte por la continua e intensa expansión de la producción industrial en China. Pese a que la transmisión a los precios finales no se ha manifestado hasta fechas recientes, la amenaza de deflación ha retrocedido en las economías de mercado emergentes. China comenzó a registrar tasas de inflación positivas a finales de 2003, mientras que el encarecimiento de las materias primas utilizadas en los procesos productivos está estrechando los márgenes de beneficio o generando presiones inflacionarias en diversas economías asiáticas. Los temores a un posible incumplimiento de los objetivos de inflación ante estas tensiones

inflacionarias propiciaron una contracción monetaria en México, así como una interrupción transitoria del proceso de reducción de los tipos de interés en Brasil. Por otra parte, el encarecimiento de los productos básicos generó superávit por cuenta corriente en una serie de países y propició mejoras de la relación real de intercambio de África.

El contexto económico internacional determinó en buena medida la evolución de las economías de mercado emergentes en 2003. Algunos países muy endeudados se vieron favorecidos por nuevas entradas de capital, así como por el notable estrechamiento de los diferenciales de crédito. Sin embargo, estos mismos factores introdujeron presiones alcistas sobre los tipos de cambio, especialmente en Asia, con el resultado de intervenciones masivas en los mercados de divisas. En algunos casos, tales intervenciones contribuyeron a acelerar el crecimiento de la oferta monetaria y crediticia. La fuerte subida de los precios de los productos básicos repercutió también de forma significativa en un conjunto de economías; así, mientras que los ingresos crecían en algunas de ellas, en otras aumentaban los costes de producción o la inflación.

### La reanudación de las entradas de capital

En 2003, los flujos de capital privado netos hacia las 21 mayores economías de mercado emergentes ascendieron a unos 170 mil millones de dólares (véase el Cuadro III.2), el volumen más alto registrado desde el máximo de más de 200 mil millones de dólares alcanzado en 1996. Tanto las cifras de inversiones de cartera (acciones y bonos) como las de otros flujos (préstamos de bancos comerciales y otros créditos) fueron sustancialmente superiores a las de 2002. Sin embargo, continuó la tendencia decreciente de la inversión extranjera directa (IED), tras caer su participación en los flujos totales por debajo del 45%, desde un promedio del 70% en la década de los 90. Los países asiáticos atrajeron el grueso de las entradas de capital durante el pasado año, al tiempo que China absorbía por sí sola el 60% de la IED total dirigida a las economías de mercado emergentes. Brasil, Corea, China y la India fueron destinos importantes de los flujos de inversión de cartera, mientras que las regiones de Asia y de ECO se beneficiaron de la reanudación de los préstamos.

Los flujos de capital alcanzaron su nivel más alto desde 1996

Los flujos de capital materializados en bonos, acciones y préstamos mantuvieron su solidez a comienzos de 2004, previéndose para el presente año que se superen las cifras de 2003. A lo largo del primer trimestre de 2004, los prestatarios de las economías de mercado emergentes emitieron bonos y pagarés en los mercados internacionales por valor de unos 26 mil millones de dólares. Hasta abril de 2004, los crecientes flujos de capital discurrieron paralelos a la reducción de la volatilidad y a un notable estrechamiento de los diferenciales de crédito sobre la deuda soberana, especialmente para los bonos de menor calificación.

La reanudación de las entradas de capital en el transcurso de los últimos años se ha visto acompañada de un aumento de los superávit por cuenta corriente en Asia, un cambio de signo de los fuertes déficit en América Latina

## Flujos netos de capital privado hacia las economías de mercado emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU

	Media anual 1990-2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>
<b>Economías de mercado emergentes<sup>2</sup></b>				
Flujos totales	111	57	66	171
Inversión directa	76	129	96	76
Inversión de cartera <sup>3</sup>	50	-21	-28	29
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-15	-51	-3	66
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-24	45	107	142
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-56	-89	-177	-282
<b>Asia<sup>6</sup></b>				
Flujos totales	35	31	41	111
Inversión directa	35	42	47	45
Inversión de cartera <sup>3</sup>	12	-12	-18	36
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-12	1	12	30
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	14	66	99	123
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-37	-82	-151	-215
<b>América Latina<sup>7</sup></b>				
Flujos totales	62	36	-3	16
Inversión directa	34	59	34	24
Inversión de cartera <sup>3</sup>	30	1	-13	-5
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-2	-24	-24	-3
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-39	-47	-8	9
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-11	3	0	-27
<b>ECO<sup>8</sup></b>				
Flujos totales	20	-10	28	43
Inversión directa	12	16	14	6
Inversión de cartera <sup>3</sup>	9	-2	4	-2
Otros flujos privados <sup>4</sup>	-1	-24	10	39
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-2	27	16	12
<i>Variación de reservas<sup>5</sup></i>	-12	-7	-23	-33

<sup>1</sup> Estimaciones de los flujos de capital a partir de datos nacionales de las balanzas de pagos y del IIF. <sup>2</sup> Incluye las economías de Asia, América Latina y ECO enumeradas en las notas al pie del cuadro, así como Sudáfrica. <sup>3</sup> Instrumentos de deuda y acciones (activos y pasivos). <sup>4</sup> Incluye flujos netos cuyos intermediarios son bancos comerciales y otros agentes del sector privado (no incluye derivados financieros). <sup>5</sup> Un valor negativo indica un aumento. <sup>6</sup> China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwan (China). <sup>7</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>8</sup> Europa central y oriental: Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía.

Fuentes: Bancos centrales; FMI; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF).

Cuadro III.2

y unos superávits más reducidos en ECO, de modo que en 2003, por ejemplo, las tres principales regiones emergentes registraron superávit por cuenta corriente en su agregado. La coincidencia temporal de las crecientes entradas de capital privado y los superávits por cuenta corriente abre interrogantes sobre su utilización en estas economías. En promedio, las tasas de inversión han permanecido constantes durante los tres últimos años. Sin embargo, las reservas de divisas han experimentado un notable aumento

a partir de 2001, circunstancia indicativa de que una proporción considerable de las entradas de capital ha pasado a engrosar las reservas oficiales (véase la discusión más adelante).

El retorno de los flujos de capital y la reducción de los diferenciales de la deuda plantean incógnitas acerca de su sostenibilidad. En la medida en que sean una manifestación de las mejoras macroeconómicas y estructurales, es decir, de unas condiciones macroeconómicas más sólidas que atraigan los flujos hacia las economías de mercado emergentes (factores de “arrastre”), las mayores entradas de capital y las favorables condiciones de financiación externa podrían perdurar. Por el contrario, en la medida en que sean reflejo de los reducidos tipos de interés vigentes en las economías industrializadas, de la abundancia de liquidez a escala mundial y de la predisposición de los inversionistas a acometer inversiones de mayor riesgo (factores de “empuje”), cualquier modificación de estas condiciones en los países industrializados podría suscitar de nuevo inquietud acerca de las vulnerabilidades en las economías de mercado emergentes.

Factores que han podido influir en los recientes flujos de capital

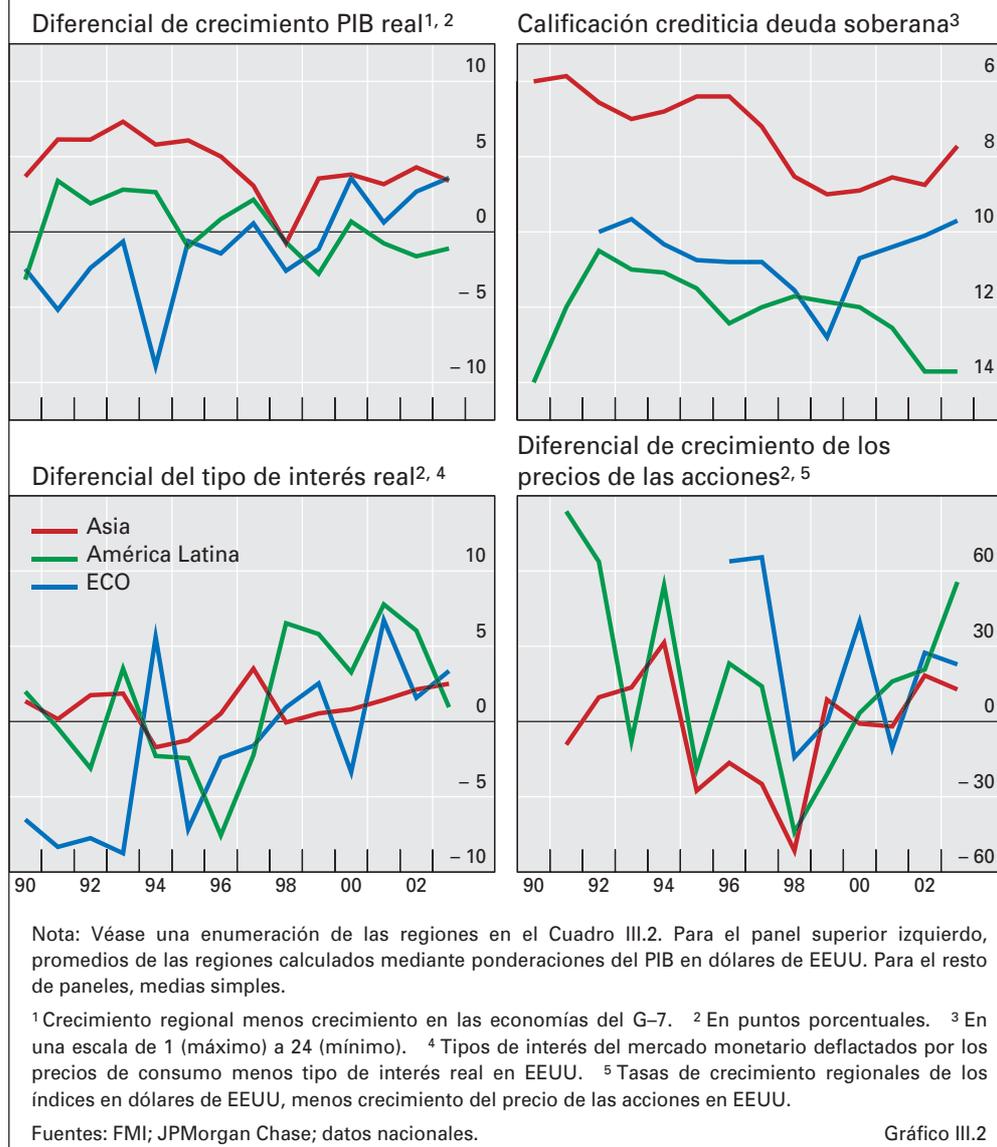
#### *Determinantes de las recientes entradas de capital*

Los estudios empíricos arrojan resultados dispares en cuanto a la influencia relativa que han tenido los factores de “arrastre” y “empuje” en los recientes flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes. Al margen de la evolución relativa de su crecimiento, que influye en la totalidad de las rúbricas de entradas de capital, los factores que dirigen la IED parecen no guardar relación con los que afectan a los flujos de inversiones de cartera y de crédito.

Los flujos de IED hacia América Latina han disminuido desde 1999, en buena medida como resultado de un menor crecimiento económico (véase el panel superior izquierdo del Gráfico III.2), reflejo de la crisis argentina y de la desaceleración en Brasil y México. Asimismo, el menor ritmo de avance de los procesos de privatización en algunos países también contribuyó a moderar la IED. Por consiguiente, algunos acontecimientos relacionados con la crisis en América Latina podrían haber agudizado ciertos riesgos (anteriormente latentes) que afectan a la inversión en países de mercado emergentes, especialmente los derivados de una posible anulación de contratos privados. Por el contrario, la IED ha continuado fluyendo hacia las economías de mercado emergentes de Asia, especialmente a China, en un contexto de mayores tasas de crecimiento y avances estructurales. Los países de ECO aprovecharon factores de similar naturaleza aunque, tras haber registrado desde 1995 flujos de entrada de capitales medios anuales comprendidos entre el 3% y el 6% del PIB, los volúmenes acumulados de IED en estos países han llegado a alcanzar niveles tan cuantiosos que resultó difícil la absorción de flujos adicionales. Además, hacia el año 2002 ya había finalizado la mayoría de los procesos de privatización de activos públicos, concretamente las ventas de bancos comerciales a instituciones extranjeras. Influidas por todos estos factores, las entradas de IED a los países de ECO se redujeron en buena medida durante el pasado año.

El crecimiento y las privatizaciones influyeron en los flujos de IED

## Determinantes de los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes



La IED favoreció a las grandes economías o a las que participan en mecanismos de integración comerciales

Rigurosos estudios, como los informes recientes del Comité sobre el Sistema Financiero Global y del Grupo Consultivo sobre Mercados de Capitales del FMI, han determinado que durante la última década los flujos de IED se han desplazado hacia los países con amplios mercados internos (y en concreto, hacia los sectores financieros y de servicios) y hacia aquellos que participan en acuerdos de libre comercio o en mecanismos de integración comercial regional. Hasta ahora, esta modificación del patrón de flujos de capital ha favorecido a Brasil, China, México y los países de ECO integrados en la UE, al tiempo que la India podría con facilidad verse beneficiada en el futuro (véase más adelante).

Las inversiones de cartera respondieron a factores de empuje y arrastre

Las inversiones de cartera han gozado de una estabilidad mucho menor que los flujos de IED y se han visto influidas en mayor medida por el entorno internacional. El descenso de las inversiones en renta fija y variable durante 2001 y 2002 no sólo obedeció a la coyuntura de la economía real (menor

dinamismo de los países industrializados, crisis en Argentina y Turquía y perspectivas de crecimiento menos favorables), sino que también quedó condicionado por el acontecer de los mercados financieros, como la corrección de las burbujas en los sectores tecnológico y de telecomunicaciones y la mayor aversión al riesgo de los inversionistas. De manera similar, el incremento de las inversiones de cartera en 2003 parece haber sido el resultado de una conjunción de dichos factores. Entre los factores específicos asociados a cada país, cabe mencionar la mejora de la calificación crediticia de un buen número de economías de mercado emergentes (véase el panel superior derecho del Gráfico III.2), así como la subida de los precios de los productos básicos y unas perspectivas más favorables para estas economías a raíz de la consolidación del crecimiento mundial. Estas expectativas contribuyeron a cimentar una notable escalada de las cotizaciones bursátiles en los países emergentes (véase el panel inferior derecho del Gráfico III.2).

Con todo, las condiciones favorables de liquidez imperantes en los mercados internacionales de capital desempeñaron también un destacado papel. Unos tipos de interés oficiales muy reducidos en los principales países industrializados propiciaron entre los inversionistas una búsqueda de rentabilidad en las economías de mercado emergentes, con unos rendimientos de la deuda y unos tipos de interés reales a corto plazo más elevados (véase el panel inferior izquierdo del Gráfico III.2) y un ritmo de crecimiento de las cotizaciones superior al de las economías industrializadas. Asimismo, factores como la escasa dispersión entre los diferenciales de rendimiento de los bonos de mercados emergentes con distintas calificaciones crediticias sugieren un “apetito por el riesgo” más acentuado entre los inversionistas de los países industrializados (véase el Capítulo VI).

Durante el pasado año, otros flujos netos de capital privado (principalmente préstamos otorgados por bancos comerciales y crédito comercial concedido por otros acreedores del sector privado) arrojaron un resultado positivo por vez primera desde mediados de la década de los 90. Al igual que en el caso de las inversiones de cartera, las economías con calificaciones crediticias en ascenso y crecimiento económico relativamente más rápido lograron atraer los préstamos más cuantiosos. Al mismo tiempo, el mayor nivel de los tipos de interés internos con respecto a los existentes en los países industrializados contribuyó a fomentar los flujos de crédito hacia Asia y ECO.

#### *La sostenibilidad de las entradas de capital*

El cambio de la composición de los flujos de capital hacia partidas más volátiles como las inversiones de cartera y los préstamos plantea la cuestión de la vulnerabilidad de estas economías frente a posibles cambios de rumbo. Por ejemplo, los diferenciales de crédito de la deuda soberana se ampliaron significativamente a partir de abril de 2004, en parte debido a las expectativas de una subida de tipos de interés en Estados Unidos. En algunos países, también se amplió el diferencial de tipos de interés entre los bonos nacionales y títulos comparables del Tesoro de Estados Unidos.

La abundancia de liquidez influyó en las inversiones de cartera

Mejores calificaciones crediticias y tipos de interés más altos atrajeron préstamos

Los riesgos de un cambio de tendencia de los flujos de capitales ...

La mayor volatilidad de los mercados financieros y el pronunciado aumento de los diferenciales de la deuda soberana entre mediados de abril y mediados de mayo de 2004 pusieron de manifiesto que la percepción positiva del mercado se puede invertir con rapidez en aquellos países con unas perspectivas fiscales inciertas o con altos niveles de deuda pública. Además, las economías de mercado emergentes con deuda, ya sea a tipo de interés variable o denominada en moneda extranjera o vinculada a una divisa, podrían experimentar un aumento considerable de la carga de su deuda si subieran los tipos de interés o se depreciara su moneda.

... se han visto atenuados por la mejora de los resultados ...

Al mismo tiempo, estos riesgos se ven atenuados por diversos factores, algunos de los cuales se analizan en mayor profundidad más adelante. La recuperación económica mundial se ha consolidado y generalizado, con un fuerte incremento de los precios internacionales de los productos básicos. Las favorables condiciones de financiación externa han permitido a buen número de países cubrir una proporción considerable de sus necesidades financieras para el año 2004. Países muy endeudados como Brasil, México y Turquía han aprovechado esas buenas condiciones para introducir mejoras en sus perfiles de endeudamiento, mediante la rebaja del coste de su deuda, la ampliación de los plazos de vencimiento y la reducción del peso relativo de la deuda exterior a corto plazo y de la deuda indiciada a tipos de interés a corto plazo y a tipos de cambio. Otros factores que deberían contribuir a atemperar las vulnerabilidades son el reducido nivel de inflación, el aumento de las reservas de divisas y los procesos previos de transición hacia regímenes de tipo de cambio flexible. Además, Brasil, Turquía y algunos otros países han mantenido políticas fiscales de mucho rigor y han seguido adoptando reformas estructurales y de otra índole.

... aunque persisten vulnerabilidades en algunos países

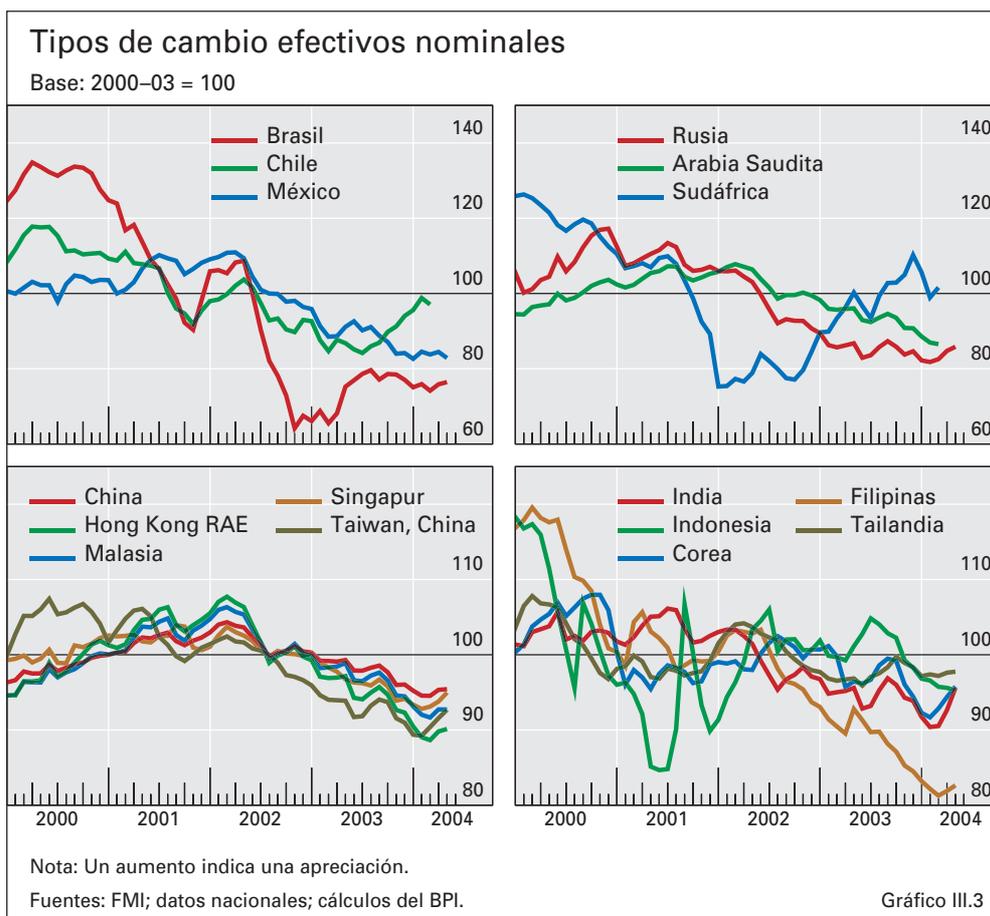
Aun así, otros países han relajado la orientación de sus políticas fiscales y han aminorado el ritmo de ajuste, o bien han registrado un rápido crecimiento del crédito al sector privado. Resulta probable que las vulnerabilidades de estas economías, ahora ocultas por el cómodo acceso a la financiación, se hagan más patentes en caso de producirse un deterioro de las condiciones de financiación externa.

## Tipos de cambio y acumulación de reservas

### *Políticas económicas utilizadas*

Los tipos de cambio tendieron a apreciarse ...

Los distintos países ofrecieron respuestas diversas a la subida de los precios de los productos básicos y a las mayores entradas de capital. Algunos permitieron una apreciación de sus monedas hasta un nivel coherente con sus objetivos de inflación. Por ejemplo, en 2003, las monedas de Brasil y Chile se recuperaron significativamente de sus profundas depreciaciones. El rublo ruso y el rand sudafricano también se apreciaron en el transcurso de 2003, estimulados por el crecimiento de las exportaciones y por las entradas de capital. Como resultado, los tipos de cambio efectivos nominales de Brasil, Chile y Sudáfrica experimentaron una apreciación el pasado año (véanse los paneles superiores del Gráfico III.3).



Otros países relajaron sus restricciones a las salidas de capital o establecieron límites a los flujos de entrada con el fin de atenuar la apreciación de su moneda. China, por ejemplo, liberalizó el pasado año las restricciones sobre divisas aplicables a los viajes al extranjero, fomentó la inversión en el extranjero de ciertos tipos de empresas locales e inició un programa de incentivos a la inversión en el exterior por parte de los inversionistas institucionales del país. Al objeto de frenar las entradas de capital, las autoridades chinas suspendieron con carácter transitorio la concesión de autorizaciones a las nuevas inversiones contempladas en el programa para los inversionistas institucionales extranjeros aptos y establecieron límites diarios a la conversión de dólares en moneda nacional por parte de personas físicas. De manera similar, la India liberalizó las inversiones de empresas locales e instituciones financieras en activos exteriores, permitió a las empresas la amortización anticipada de su deuda denominada en divisas y concedió a los residentes la posibilidad de mantener cuentas en divisas. En septiembre de 2003, los no residentes en Tailandia vieron restringida su capacidad de conceder crédito a corto plazo denominado en bath y posteriormente se establecieron límites sobre la cuantía y el plazo de vencimiento de sus depósitos en esa moneda. Por otra parte, Corea estableció restricciones (relajadas después parcialmente) sobre los mercados de divisas a plazo con liquidación por diferencias, a fin de contener la especulación cambiaria.

... y los países permitieron unos mayores flujos de salida

Reservas de divisas <sup>1</sup>						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	1996	2000	2001	2002	2003	Marzo 2004
Asia <sup>2</sup>	477,4	694,5	770,5	944,2	1.208,1	1.302,9
China	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Corea	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Hong Kong RAE	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
India	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Taiwan (China)	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
América Latina <sup>3</sup>	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentina	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brasil	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
México	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Europa Central <sup>4</sup>	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Rusia	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Sudáfrica	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

<sup>1</sup> Fin del periodo; para las regiones, suma de las economías enumeradas en las notas al pie del cuadro. <sup>2</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>3</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>4</sup> Hungría, Polonia y República Checa.

Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro III.3

Las reservas en Asia crecieron de manera sustancial

Otra respuesta consistió en la intervención en los mercados de divisas, lo que dio lugar a una gran acumulación de reservas durante el pasado año en todas las regiones principales (véase el Cuadro III.3). En las economías emergentes de Asia, las reservas totales aumentaron en más de 350 mil millones de dólares entre el inicio de 2003 y los primeros meses de 2004. China, Corea, la India y Taiwan, China (en adelante, Taiwan) contabilizaron conjuntamente más del 85% del citado incremento. Los motivos de la acumulación de reservas entre las economías asiáticas han variado (véase el Capítulo V), pero no puede negarse el impacto que tuvieron en las anteriores cifras los intentos de los bancos centrales por evitar la apreciación de sus monedas frente al dólar, en un contexto de fuertes entradas de capital básicamente de naturaleza especulativa. En China, por ejemplo, las reservas han crecido a un promedio mensual de más de 10 mil millones de dólares desde el inicio del pasado año. Los países con regímenes de tipo de cambio más flexibles (Corea, la India y Tailandia) también intervinieron para frenar la apreciación de sus divisas. Dada la caída de la cotización del dólar frente al resto de las principales monedas internacionales desde comienzos de 2002, los tipos de cambio efectivos (ponderados en función de los flujos comerciales) de la mayoría de las economías asiáticas han experimentado una importante depreciación en el transcurso de los dos últimos años (véanse los paneles inferiores del Gráfico III.3).

Intensa acumulación de reservas en América Latina

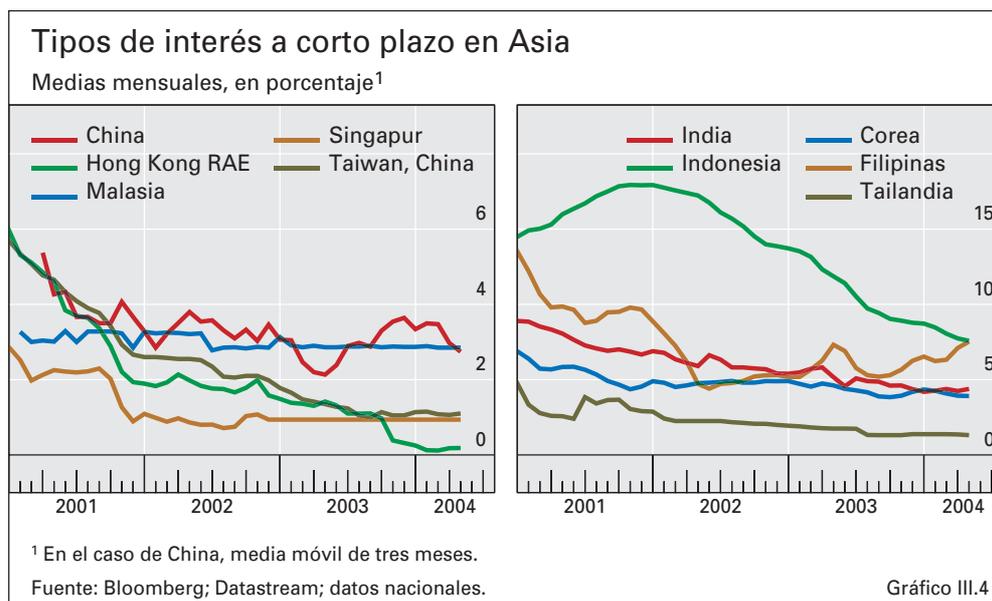
La acumulación de reservas también fue intensa en América Latina, concretamente en los países más beneficiados por la subida de los precios de los productos básicos y por las mayores entradas de capital. En México, las autoridades adoptaron un mecanismo excepcional (una subasta del 50% del

aumento de las reservas registrado durante un periodo de referencia) con el fin de contrarrestar la acumulación de reservas internacionales procedentes en gran parte del creciente volumen de ingresos que la empresa estatal de petróleos debía ceder al banco central. En Brasil, las reservas llegaron a superar los 50 mil millones de dólares en marzo de 2004, aunque casi la mitad de esta cifra correspondía a la deuda contraída con el FMI. Por su parte, las autoridades argentinas trataron de recuperar algunas de las reservas perdidas tras la crisis de 2001. En los países de ECO, las reservas de divisas crecieron de forma relativamente modesta. Salvo en un breve periodo del tercer trimestre del pasado año caracterizado por presiones bajistas sobre el rublo, el Banco Central de Rusia continuó con su política de realizar fuertes compras de divisas para absorber su exceso de oferta en el mercado resultante de los ingresos por exportaciones petrolíferas. En Sudáfrica, las reservas del banco central aumentaron tras haber liquidado a comienzos de 2004 su cartera de divisas a plazo.

*Desafíos de cara al futuro*

La acumulación de reservas plantea a los bancos centrales diversos desafíos para sus políticas (véase en el Capítulo V una discusión de sus implicaciones a escala mundial). Uno de esos retos consiste en el mantenimiento de la orientación deseada en su política monetaria. En la medida en que no se lleve a cabo una esterilización total de las reservas acumuladas mediante compras por parte del banco central, dicha acumulación podría generar unas condiciones monetarias laxas en exceso, si bien es cierto que hasta ahora parecen haberse conjurado estos riesgos. Con una inflación que permanecía baja en la mayor parte de Asia, un buen número de países de la región decidió recortar sus tipos de interés o mantenerlos en niveles reducidos (véase el Gráfico III.4). La predisposición de los bancos centrales a relajar las condiciones monetarias redujo, por tanto, la necesidad potencial de esterilizar la acumulación de reservas. Sin embargo, en algunas

Muchos países lograron evitar una relajación monetaria injustificada



ocasiones los bancos centrales intensificaron sus esfuerzos de esterilización mediante la venta de deuda pública o bien de sus propios instrumentos de deuda. Como consecuencia, el diferencial entre el crecimiento tanto de los agregados amplios como de la base monetaria y el crecimiento del producto parece haberse mantenido dentro de límites adecuados, con la excepción de China y también de Hong Kong RAE (en adelante, Hong Kong), donde persiste la deflación (véase el Cuadro III.4).

Sin embargo, persisten desafíos potenciales

Sin embargo, un continuo proceso de intervenciones cambiarias a gran escala podría plantear aún importantes desafíos de política interna. En primer lugar, la acumulación de reservas podría, en algún momento, poner en peligro la capacidad de los bancos centrales para controlar el crecimiento monetario futuro. En este sentido, la experiencia china plantea una serie de cuestiones. Pese a los esfuerzos de esterilización del banco central, la base monetaria ha crecido con rapidez durante los dos últimos años, aumentando la capacidad de los bancos para conceder préstamos. Al mismo tiempo, una gran demanda de financiación, junto a la mayor capacidad y predisposición de los bancos a conceder préstamos, ha contribuido al fuerte crecimiento del crédito y de los agregados monetarios amplios. Al objeto de contrarrestar estas presiones, el banco central ha elevado el coeficiente de reservas bancarias en 1,5 puntos porcentuales desde septiembre de 2003 y además ha ofrecido repetidamente a los bancos "pautas de ventanilla" encaminadas a reducir la extensión excesiva de crédito a ciertos sectores. El banco central decidió adoptar una política monetaria aún más contractiva mediante la elevación de los tipos de interés aplicables a sus facilidades de redescuento y de préstamo sin garantías, al tiempo que elevaba en otros 0,5 puntos porcentuales el coeficiente de reservas obligatorias de los bancos en situación de debilidad.

Agregados monetarios: diferencial de crecimiento con respecto al PIB nominal <sup>1</sup>						
	Base monetaria <sup>2</sup>			Agregado amplio		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asia <sup>3</sup>	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
China	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Corea	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Hong Kong RAE	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
India	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Taiwan, China	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Otros países <sup>4</sup>	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
América Latina <sup>3, 5, 6</sup>	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
ECO <sup>3, 7</sup>	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

<sup>1</sup> Tasas de crecimiento monetario menos crecimiento del PIB nominal; cifras al final del periodo.  
<sup>2</sup> Billetes y depósitos bancarios en el Banco Central. <sup>3</sup> Media ponderada de los países enumerados, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>4</sup> Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. <sup>5</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>6</sup> El enorme crecimiento de la base monetaria en 2002 obedece básicamente al dato de Brasil (119%). <sup>7</sup> Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.  
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro III.4

Ante la intensa acumulación de reservas, en otros países ya han aparecido crecientes dificultades técnicas, como la identificación de instrumentos aptos para drenar liquidez. Hacia finales de 2003, el Banco de la Reserva de la India, que en el pasado había absorbido una importante proporción de las emisiones de deuda pública, se encontró con una escasez de instrumentos para llevar a cabo sus operaciones de esterilización. A fin de solventar este problema, el Gobierno comenzó a emitir unos bonos en cantidad limitada como parte de un esquema especial diseñado para estabilizar el mercado, para el uso exclusivo del banco central en operaciones de esterilización de intervenciones en el mercado de divisas.

Dificultades técnicas de la esterilización de reservas

Un segundo e importante desafío para la política económica consiste en que una moneda nacional infravalorada asociada a la intervención en los mercados de divisas y a la acumulación de reservas puede causar efectos expansivos notables sobre la economía incluso si la esterilización resulta eficaz. El rápido crecimiento de las entradas de capital y de la inversión en China durante el pasado año pone de manifiesto de alguna manera la existencia de estas fuerzas expansivas. Además, en otras economías asiáticas se han observado recientemente unos diferenciales de tipos de interés menores con respecto a los de la deuda estadounidense, como reflejo de las crecientes expectativas de apreciación en los mercados cambiarios. En la India, por ejemplo, el diferencial del tipo de interés a largo plazo disminuyó desde un nivel superior a los 5 puntos porcentuales a comienzos de 2001 hasta situarse por debajo de los 2 puntos en febrero de 2004. Durante el primer trimestre de 2004, se han observado incluso diferenciales cercanos a cero o negativos en Hong Kong, Malasia y Tailandia. El estrechamiento de los diferenciales derivado de fuertes entradas de capital de corto plazo ha contribuido a un auge en los mercados bursátiles y a un notable dinamismo del crédito al consumo y al sector de la vivienda.

Un tipo de cambio infravalorado puede ser expansivo ...

En tercer lugar, la acumulación de reservas implica una exposición del sistema financiero a diversos riesgos. Por ejemplo, en caso de que las medidas encaminadas a contener la apreciación resulten insostenibles, buena parte de las inversiones realizadas en el sector de bienes comerciables podría considerarse a posteriori una asignación ineficiente de recursos. Conforme demuestra la experiencia de anteriores auges de la inversión en países de Asia oriental, de esos desequilibrios se derivan riesgos de exceso de capacidad productiva, con repercusiones negativas sobre el crecimiento a medio plazo. Además, los menores diferenciales crediticios de la deuda a largo plazo y las fuerzas expansivas asociadas a ellos aumentan el riesgo de que se produzca un ciclo económico de auge y recesión, especialmente en aquellas economías expuestas a entradas de capital especulativo, que podrían cambiar de rumbo y dar lugar a un brusco descenso de los precios de los activos y del tipo de cambio. Algunas economías podrían ser especialmente vulnerables a estos riesgos, dada la relativa falta de liquidez en sus mercados financieros y el destacado papel que desempeñan en ciertos casos los inversionistas extranjeros en sus mercados bursátiles.

... generando riesgos de exceso de inversión

Riesgos potenciales para los bancos centrales

Un riesgo adicional procede de la exposición de los bancos centrales a posibles pérdidas futuras derivadas de la acumulación de reservas. En la actualidad, el coste del mantenimiento de las reservas calculado convencionalmente parece ser escaso, como resultado de unos tipos de interés internos muy bajos. Algunas estimaciones sugieren que esos costes fueron inferiores al 0,5% y al 1% del PIB en Filipinas y la India respectivamente durante 2002 y se situaron en niveles negativos en Corea y Hong Kong. Sin embargo, en caso de que aumentasen los tipos de interés internos, los costes de la esterilización crecerían de forma significativa. Además, un volumen de reservas considerable expone al sector público a riesgos cambiarios significativos.

### Estímulos crediticios a la demanda y al gasto de los hogares

La demanda interna es una prioridad

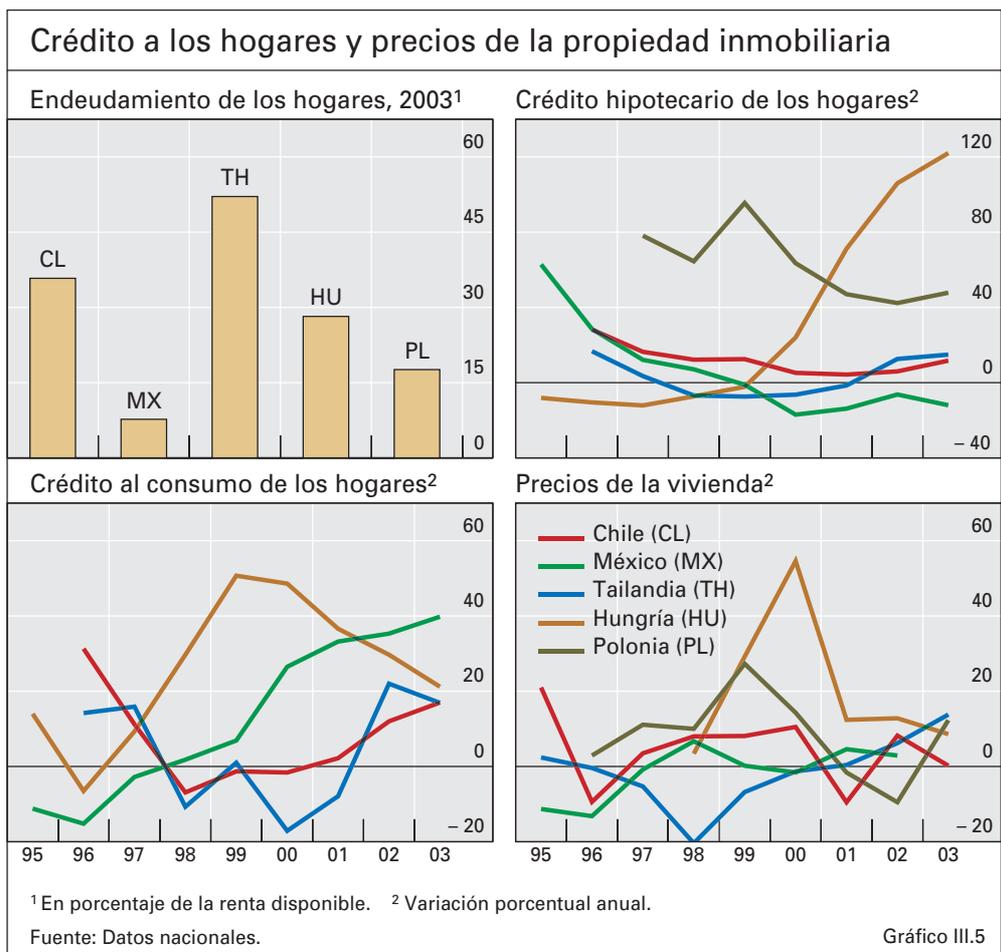
En buen número de países, sobre todo los que cuentan con un creciente superávit por cuenta corriente, existe la opinión, cada vez más generalizada, de que las estrategias de crecimiento orientadas a la exportación rinden importantes beneficios en un principio, pero no están exentas de sus propias limitaciones. Con el tiempo, el fomento de la demanda interna debería ser un complemento natural de dichas estrategias. Asia y ECO son las regiones que más han avanzado en esta nueva orientación. Por el contrario, fue necesario un mayor ahorro en América Latina, donde los déficit por cuenta corriente se han tornado recientemente superávit.

La atención se ha centrado en un nivel de consumo más elevado ...

Dada la situación de estancamiento del gasto de inversión en muchas economías de mercado emergentes tras su notable caída posterior a las crisis asiática y rusa de 1997–98, la atención se ha centrado en la posibilidad de estimular el gasto de consumo. Las tasas de consumo sobre el PIB han crecido de manera significativa en Asia. Así, entre 1997 y 2003, aumentaron 3 puntos porcentuales en China (hasta el 61%), 8 en Corea (hasta el 78%) y Singapur (hasta el 55%), y 12 en Indonesia (hasta el 81%). Por lo que hace a otras regiones, la tasa de consumo media creció también de forma acusada en ECO, mientras que en América Latina ha caído desde 2001, si bien la tendencia decreciente se desaceleró en 2003 tras la recuperación del consumo en algunas de las mayores economías, especialmente Argentina y México.

... estimulado por el crédito bancario

Buena parte del incremento del consumo obedece al estímulo ofrecido por unos menores tipos de interés y ha estado impulsado por la expansión del crédito bancario a los hogares y por una mayor abundancia de liquidez a escala internacional en 2003. El crédito concedido a las familias (crédito hipotecario y/o al consumo, incluida la financiación mediante tarjetas de crédito) ha crecido en China, Corea y Tailandia, al igual que en ECO, Rusia y en cierta medida en México, alentado con frecuencia por el Gobierno y propiciado, en algunos casos, por la competencia y las innovaciones financieras vinculadas a la entrada de la banca extranjera (véase el Gráfico III.5). La importancia creciente del crédito al consumo también se manifiesta en las pautas que siguen los flujos de IED, ya que las empresas extranjeras se están incorporando a los segmentos de tarjetas de crédito



y banca minorista en una serie de economías de mercado emergentes (como Brasil, México y los países de ECO).

La expansión del crédito en las economías de ECO y en Rusia es particularmente notable. En Europa central y oriental, el crecimiento medio del crédito a los hogares en términos reales ha sido muy rápido. En Hungría, por ejemplo, el crédito hipotecario creció, en promedio, un 81% entre 2000 y 2003, mientras que el crecimiento medio del crédito al consumo fue del 32% entre 1998 y 2003. En Rusia, el crédito hipotecario aumentó un 118% en 2003 y el crédito al consumo lo hizo un 48%, partiendo de una base reducida.

El aumento del crédito a los hogares en las economías de mercado emergentes facilita la adquisición de vivienda en propiedad y ofrece a las familias una fuente de financiación alternativa al sector informal. En países donde las infraestructuras de canalización del crédito hacia los hogares presentan un escaso desarrollo, se sigue produciendo un racionamiento crediticio *de facto*, por lo que sólo una pequeña parte de la población (con elevadas rentas) tiene acceso a esta modalidad de financiación, siendo habituales unos tipos de interés prohibitivos.

Existen razones para esperar una continuidad del crecimiento del crédito a los hogares en el futuro. En primer lugar, el préstamo a las familias ha permitido una diversificación de los sectores financieros, demasiado dependientes en el pasado del crédito a las empresas. En segundo lugar,

El crédito creció con rapidez en ECO

Es probable que continúe el crecimiento del crédito a los hogares

la demanda reprimida de crédito permanece elevada en países donde el crédito familiar apenas ha existido hasta periodos recientes, a menudo resultado de la existencia de restricciones al crédito. En tercer lugar, el mencionado crecimiento del crédito ha corrido paralelo a un aumento generalizado de la renta y de la riqueza de las familias. Esta mayor riqueza (propiciada, en particular, por la subida de los precios de las acciones) les ha permitido asumir niveles de endeudamiento más elevados.

El intenso crecimiento del crédito podría presentar riesgos ...

Aun así, la rápida expansión del crédito presenta riesgos que son susceptibles de no ser gestionados adecuadamente. Así, el endeudamiento de los hogares podría resultar excesivo, lo que les impediría hacer frente al servicio de su deuda. Estas dificultades se acentuarían, indudablemente, en el caso de un eventual desarrollo y posterior explosión de una burbuja en el mercado de la vivienda.

### *¿Exceso de endeudamiento de los hogares?*

... como unos elevados niveles de endeudamiento de los hogares ...

El grado de vulnerabilidad de los hogares ante unos mayores niveles de deuda es muy dispar en las distintas economías de mercado emergentes. La preocupación acerca de esta vulnerabilidad parece ser menor en México y ECO, al menos por tres motivos. En primer lugar, los cocientes del crédito al sector privado sobre el PIB nominal continúan siendo reducidos en estas economías. A efectos ilustrativos, el crédito bancario al sector privado en 2003 se situó en torno al 16% del PIB en México y entre un 33% y un 42% en Hungría, Polonia y la República Checa, en comparación con unas cifras del 64% en Chile, 90% en Tailandia y 112% en Corea. Del mismo modo, también son inferiores los correspondientes cocientes de endeudamiento familiar sobre la renta (véase el Gráfico III.5). En segundo lugar, en muchos de estos países la solidez de las entidades bancarias actualmente es mayor que hace algunos años, tras la reducción del tamaño de los sectores financieros después de las crisis. En tercer lugar, los bancos extranjeros conceden un importante volumen de crédito haciendo uso de técnicas más eficaces de gestión del riesgo. Por ejemplo, la participación en 2002 de la banca extranjera (definida como un porcentaje de propiedad foránea igual o superior al 50%) en los activos totales del sector bancario se situaba por encima del 80% en México, oscilando entre el 67% y el 90% en Polonia, República Checa y Hungría, frente a un 6% en Tailandia y un 32% en Corea.

... que han causado preocupación en Corea y Tailandia

Por el contrario, la marcada expansión del endeudamiento mediante tarjeta de crédito ha causado honda preocupación en Tailandia y Corea. La cifra de tarjetas de crédito emitidas por las entidades bancarias en Tailandia creció más de un 23% con respecto al año anterior, hasta alcanzar 4,2 millones en 2003, mientras que la deuda pendiente financiada mediante estas tarjetas aumentó un 33% durante el mismo periodo (hasta alcanzar casi 2.000 millones de dólares estadounidenses, es decir, el 1,3% del PIB de 2003). Asimismo, circulan varios millones de tarjetas emitidas por entidades no bancarias. El volumen de deuda en situación de mora procedente de las tarjetas de crédito es aún reducido (3-4% del total de deuda). Pese a ello, el Banco de Tailandia adoptó una serie de medidas preventivas, con

efectos a partir de abril de 2004, a fin de limitar la emisión de tarjetas de crédito.

Mientras que en Tailandia el auge de la financiación mediante tarjetas de crédito aún se encuentra en pleno apogeo, Corea está experimentando sus secuelas. Tras varios años de rápido crecimiento del endeudamiento con tarjetas, los consumidores coreanos comenzaron a tener dificultades para hacer frente al servicio de su deuda, particularmente de los anticipos de efectivo cuya devolución debe realizarse por completo al término de cada mes. Muchos consumidores cancelaron las deudas contraídas con una determinada tarjeta de crédito mediante la obtención de fondos con otras tarjetas, deteriorando así su situación financiera y elevando la exposición al riesgo de sus prestamistas. La tasa media de morosidad de las tarjetas de crédito (pagos vencidos en un mes o más, en porcentaje de los activos totales gestionados) aumentó en Corea hasta el 14% al término de 2003, desde un nivel en torno al 6% registrado un año antes. Las ocho entidades nacionales emisoras de tarjetas de crédito contabilizaron en 2003 unas pérdidas netas conjuntas cercanas al 1,7% del PIB de 2003, tras haber obtenido beneficios durante el año anterior. Además, y pese a las cuantiosas ampliaciones de capital realizadas, sus coeficientes de solvencia se tornaron negativos, cayendo desde un 13% hasta un -5,5% en el mismo periodo.

Corea está experimentando las secuelas de un auge de tarjetas de crédito

#### *¿Recalentamiento de los mercados inmobiliarios?*

El recalentamiento de los mercados inmobiliarios no es un fenómeno generalizado en las economías de mercado emergentes, sino que más bien se limita a ciertos países y zonas. Por ejemplo, los precios del sector inmobiliario han crecido en Shanghai a tasas de dos dígitos durante tres años consecutivos (un 18% anual en 2003), mientras que las subidas de precios en otras áreas urbanas de China han sido escasas. En cuanto a Corea, los precios de la propiedad inmobiliaria aumentaron con fuerza en Seúl durante 2002, estabilizándose en cierta medida más tarde, tras la adopción de medidas encaminadas a frenar la especulación en los mercados inmobiliarios. Estos precios se recuperaron nuevamente a partir de febrero de 2003, si bien parecen haberse estabilizado después del anuncio de medidas adicionales para contener la especulación efectuado por el Gobierno en octubre de 2003. Los precios del sector inmobiliario han subido en Tailandia desde 2001 y los indicadores disponibles sugieren una importante recuperación de la actividad inmobiliaria reciente. Así, en el último trimestre de 2003, un índice del valor de las transacciones de terrenos registró un crecimiento del 142% interanual, mientras que un indicador de actividad en el sector de la construcción lo hizo en casi un 55%. Aun así, los precios de los alquileres han caído ya que las condiciones más favorables de financiación han estimulado una mayor oferta de viviendas, mientras que las tasas de desocupación en el mercado de alquileres han aumentado al haberse animado los arrendatarios a adquirir viviendas en propiedad. Un descenso similar de los precios de los alquileres ha tenido lugar en México. Por otra parte, la volatilidad de los precios del sector inmobiliario en un conjunto de economías de ECO ha sido muy elevada. En Hungría, por ejemplo,

Recalentamiento de los mercados inmobiliarios en Asia

el aumento del precio de los inmuebles alcanzó un máximo del 55% en 2000, moderándose hasta un 9% en 2003.

### *Políticas de respuesta y cuestiones pendientes*

Las medidas reguladoras con objetivos precisos limitan las vulnerabilidades

Las vulnerabilidades que podrían derivarse del rápido crecimiento del crédito a los hogares podrían corregirse de dos modos. Conforme a un primer enfoque, las autoridades reguladoras pueden establecer restricciones con objetivos precisos destinados a atenuar el crecimiento de ciertos mercados o a limitar la volatilidad de los precios. Por ejemplo, la propuesta efectuada en octubre de 2003 por un grupo gubernamental de expertos al objeto de frenar la especulación en el mercado inmobiliario coreano consistía en una subida considerable de los impuestos que gravan las plusvalías obtenidas en la venta de inmuebles por los propietarios de tres o más viviendas. A fin de reducir la vulnerabilidad del sector financiero, tanto en Corea como en Tailandia se han establecido límites máximos a la relación préstamo-valor en la concesión de créditos hipotecarios (con el objetivo de influir sobre las compras de viviendas de lujo). En el segmento de las tarjetas de crédito, las medidas adoptadas han incluido la limitación o penalización de las prácticas de marketing agresivas, la prohibición de nuevas emisiones de tarjetas, la imposición de límites máximos al crédito en función de los ingresos y la exigencia de una tasa de devolución de las deudas contraídas mediante tarjeta. Asimismo, en varias ocasiones, se les ha solicitado a las entidades dedicadas a este negocio que eleven las provisiones para pérdidas potenciales.

La utilización de medidas reguladoras con objetivos precisos puede estar justificada en el caso de imperfecciones de mercado; por ejemplo, se considera que los mercados inmobiliarios son vulnerables a la especulación en una serie de economías de mercado emergentes. Hace algunas décadas eran muy corrientes las restricciones de este tipo, que continúan existiendo en algunos países industrializados.

La disciplina de mercado puede fortalecer el sistema financiero ...

Una segunda aproximación consiste en confiar en la disciplina del mercado, que debería fomentar la supervivencia de aquellas empresas con una buena administración. Si esta disciplina resulta eficaz, los individuos de menor solvencia encontrarán mayores dificultades para acceder al crédito. Además, un acreedor que asuma excesivos riesgos deberá hacer frente a unos mayores costes de financiación (o a rebajas de su calificación crediticia) o incurrirá en fuertes pérdidas que lo expulsarán del negocio. No obstante, la evolución reciente de los mercados sugiere la existencia de cuatro factores que podrían socavar la disciplina del mercado.

... pero se ve socavada por varios factores

En primer lugar, en las economías de mercado emergentes es habitual que los prestamistas carezcan de información adecuada sobre la solvencia de los prestatarios. Por ejemplo, pese a la existencia de mecanismos de recopilación de datos sobre morosidad y otras informaciones pertinentes acerca de los prestatarios, estos datos no siempre son completos y las entidades financieras tampoco los comparten en aras de la competitividad. Por ello, algunos países emergentes están creando centrales para el riesgo de crédito o perfeccionando su eficacia a fin de mitigar estos problemas. En segundo lugar, el negocio del crédito al consumo, incluido el segmento de

tarjetas de crédito, resulta muy lucrativo. De ahí que los prestamistas cuenten con fuertes incentivos para adoptar una estrategia agresiva en aras de aumentar su cuota de mercado. El crecimiento del negocio de tarjetas de crédito en las economías emergentes también ha recibido estímulos procedentes de las innovaciones financieras que han facilitado el acceso a una financiación a bajo coste, como la titulización en los mercados internacionales de los derechos de cobro por el uso de tarjetas de crédito de ámbito nacional. En tercer lugar, los prestamistas de algunos países parecen no tomar suficientemente en consideración el riesgo de un posible exceso de endeudamiento de los prestatarios. Por ejemplo, existen acreedores que han ofrecido tarjetas de crédito a particulares sin comprobar previamente sus historiales crediticios, incluso a prestatarios carentes de recursos para satisfacer el servicio de su deuda. Por último, las autoridades económicas en ocasiones se han mostrado reticentes a permitir la quiebra de instituciones financieras en situación delicada a causa de sus políticas crediticias erróneas, por temor a posibles efectos sobre el sistema financiero o sobre los prestatarios. Ante este tipo de conductas, se plantean cuestiones de riesgo moral.

## Los auges económicos de China y la India

### *El origen de la reciente expansión de China*

El intenso crecimiento registrado en China fue un factor fundamental para la recuperación de las economías emergentes durante 2003. Pese a la influencia contractiva de la epidemia de neumonía atípica (SARS) en el primer semestre del año, la producción industrial aumentó más de un 16% en 2003, frente a un 13% el año anterior. Este crecimiento se cimentó en el gasto en inversión fija, especialmente en los sectores del acero, aluminio, cemento y construcción inmobiliaria. Si bien la inversión en nuevos proyectos apenas creció un 10%, el gasto efectuado en la ejecución de proyectos programados en ejercicios anteriores aumentó más de un 50%. El crecimiento de la inversión parece estar cobrando mayor impulso en el año en curso, pues con arreglo a las cifras del primer trimestre de 2004 el gasto de capital en términos nominales realizado por las empresas privadas y públicas se elevó al menos un 40% (interanual).

El consumo también contribuyó al crecimiento, dado que la expansión del crédito bancario y el mayor nivel de renta familiar estimularon el gasto en automóviles y en otros bienes de consumo de elevado importe. La política fiscal mantuvo asimismo una orientación favorable al crecimiento. Aunque el dinamismo de los ingresos públicos observado hacia finales de año redujo el déficit fiscal hasta un 2,5% del PIB en 2003, durante el primer semestre del ejercicio, el gasto público en medidas relacionadas con la lucha contra el SARS había sido fundamental para sostener la demanda. Se espera que disminuya el recurso al estímulo fiscal durante el año en curso, dado que el Gobierno ha anunciado una reducción en la emisión de deuda especial destinada a promover el gasto en infraestructuras.

China registró un auge de la inversión durante el pasado año

La fortaleza del consumo

Comercio exterior de China						
Variación porcentual anual						
	Exportaciones			Importaciones		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Total	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
de los cuales:						
Productos básicos	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
Materias primas	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
Combustibles minerales	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
Productos químicos y productos relacionados	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
Manufacturas	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
Productos manufacturados	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
Maquinaria y material de transporte	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8

Fuentes: CEIC; datos nacionales.

Cuadro III.5

Crecimiento de las exportaciones y las importaciones

Las exportaciones crecieron con vigor (casi un 35% en 2003) estimuladas por la creciente demanda de Estados Unidos. A esto se unió, aunque de forma transitoria, la decisión de los exportadores de adelantar sus envíos a antes de enero de 2004, fecha de entrada en vigor de una medida que reduce las devoluciones del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Dado que el auge de la inversión y de las exportaciones dependió en gran medida de la transformación de los *inputs*, se produjo un aumento paralelo incluso más intenso de las importaciones (40%), especialmente de materias primas y minerales, así como de maquinaria y equipamiento (véase el Cuadro III.5). Así pues, la participación de China en el consumo mundial de estos productos ha aumentado de forma notable. Por ejemplo, durante el pasado año, sus porcentajes de participación alcanzaron un 42% en carbón, un 34% en hierro, un 20% en cobre y un 7% en petróleo. De este modo, su superávit comercial descendió a 25 mil millones de dólares en 2003 para convertirse en déficit durante el primer trimestre de 2004. Si bien la contribución directa de la demanda exterior neta al crecimiento fue prácticamente nula en 2003, el cuantioso volumen de ingresos por exportaciones se transmitió a la demanda interna a través de unos mayores beneficios empresariales y una renta familiar disponible más elevada.

#### *Repercusiones de ámbito regional y mundial*

China es un líder mundial en manufacturas ...

El dinamismo del crecimiento chino refleja su condición de destacado proveedor mundial de productos manufacturados en los últimos años. Su participación en la producción industrial mundial aumentó el pasado año hasta alcanzar el 7%, representando sus exportaciones una fracción creciente del valor añadido generado. Los reducidos costes laborales y los incrementos de productividad han reforzado la competitividad de China. Por consiguiente, su participación en las exportaciones mundiales de mercancías se duplicó en los tres últimos años hasta situarse en 2003 en casi un 8% del total. Al mismo tiempo, el aumento de la integración vertical de los procesos

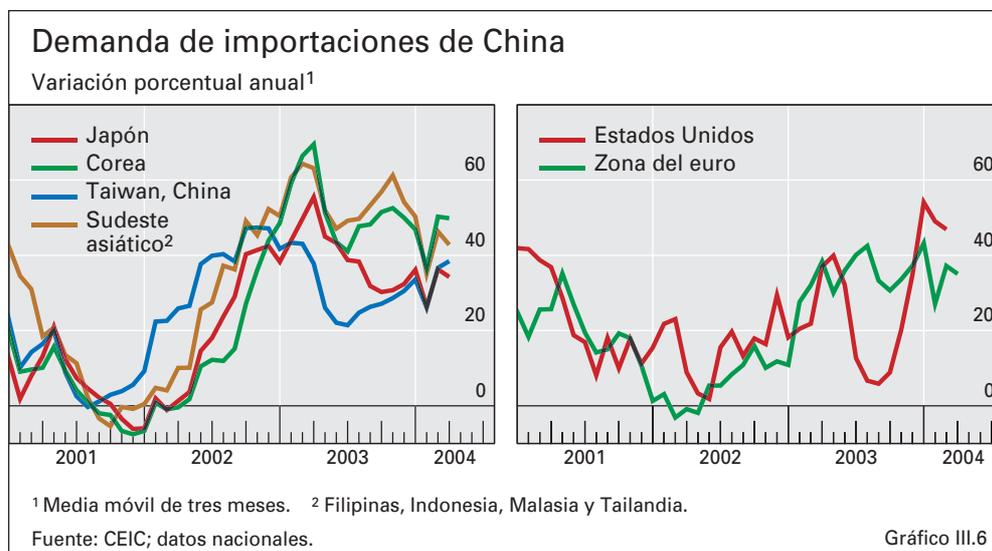
productivos ha incentivado las importaciones procedentes de los países vecinos y ha fomentado en Asia el comercio dentro de la región.

El reciente auge económico chino ha afectado a los diferentes países y regiones de forma muy dispar, aportando importantes beneficios a las economías estrechamente vinculadas a las industrias chinas de transformación de bienes para la exportación. Por ejemplo, las importaciones chinas procedentes de Corea, Japón y Taiwan crecieron entre un 30% y un 50% durante el pasado año (véase el panel izquierdo del Gráfico III.6). Las exportaciones a China contribuyeron al incremento del gasto de inversión en Japón, mientras que los flujos comerciales y de turismo procedentes de China jugaron un papel fundamental en la recuperación gradual de la deflación en Hong Kong. Las importaciones chinas de otras economías asiáticas emergentes también aumentaron de manera pronunciada durante el pasado año, incrementando significativamente su contribución al crecimiento de las exportaciones de estas economías. No obstante, desde una perspectiva de largo plazo, China ha ejercido una influencia competitiva en otros países al aumentar su participación en los mercados de los países industrializados, concretamente en los segmentos de escaso valor añadido, en el que otras economías del sudeste asiático habían gozado previamente de una ventaja comparativa.

... lo cual repercute en sus socios comerciales ...

De la vitalidad de la demanda china también se han beneficiado otras regiones. Por ejemplo, las importaciones chinas procedentes de Brasil crecieron un 80% en términos nominales durante 2003, estimuladas por la demanda china de productos básicos. Del mismo modo, las importaciones chinas procedentes de Estados Unidos y de la zona del euro crecieron sustancialmente en el pasado año (véase el panel derecho del Gráfico III.6), aunque sus efectos sobre la actividad económica de estas zonas fueron escasos, dado que la participación de China en sus mercados de exportación tan sólo oscila entre el 3% y el 4%. De hecho, las exportaciones chinas a Estados Unidos crecieron un 22% durante el pasado ejercicio. A raíz de ello, el superávit comercial bilateral de China frente a Estados Unidos se amplió a

... incluso en América Latina



más de 100 mil millones de dólares, propiciando el aumento de actitudes proteccionistas en este último país (véanse los Capítulos II y V).

### *Sostenibilidad de la actual expansión*

Los riesgos de un exceso de inversión continúan siendo elevados

El vertiginoso aumento del gasto en inversión fija durante el pasado año podría ser especial motivo de vulnerabilidad. La tasa de inversión sobre el PIB en China, actualmente situada en el 45%, es una de las más elevadas del mundo. De esta situación no sólo se derivan riesgos de recalentamiento de la economía a corto plazo, sino que, de mantenerse en el tiempo, podría incluso acarrear a medio plazo un exceso de inversión y unas tasas de rentabilidad reducidas. Buena parte del crecimiento de la inversión se ha concentrado asimismo en empresas públicas, cuya rentabilidad es ostensiblemente inferior a la del sector privado. Este patrón inversor podría tener como consecuencia un aumento del exceso de capacidad instalada y una consolidación de las fuerzas deflacionarias a largo plazo en la economía. Además, en la medida en que las tasas de inversión actuales resulten insostenibles, la demanda interna podría desacelerarse en el futuro, aumentando así la dependencia de China en las exportaciones para mantener su elevada tasa de crecimiento.

El mayor volumen de crédito también presenta riesgos ...

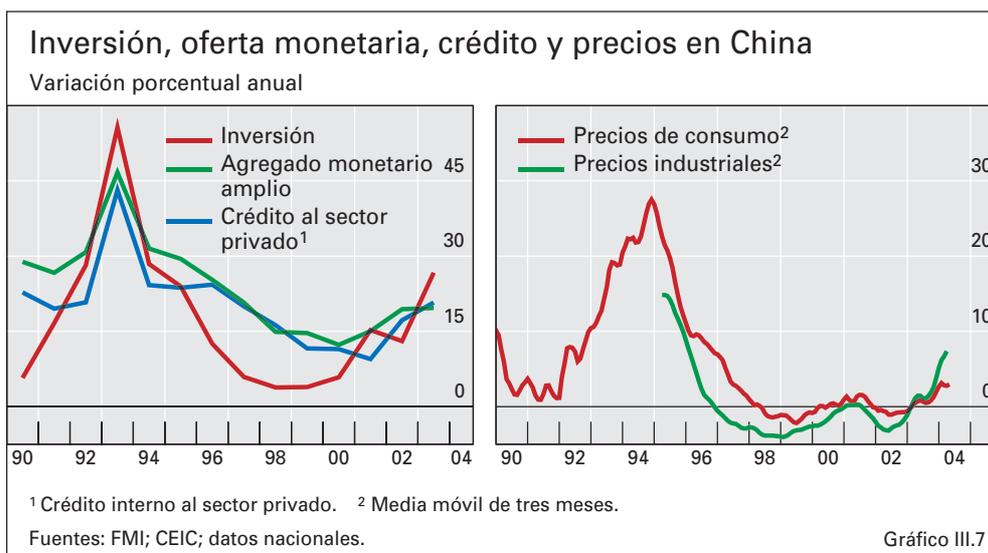
La fragilidad financiera constituye otro motivo de preocupación, dado que la inversión se ha financiado mediante una fuerte expansión del crédito bancario (véase el panel izquierdo del Gráfico III.7). Además, la financiación al sector de la vivienda ha venido creciendo con rapidez (un 45% en 2003) y gran parte de este incremento se deriva de la concesión de préstamos a promotores inmobiliarios. Estos créditos han estado asociados a las pronunciadas subidas de los precios del sector inmobiliario en las principales áreas metropolitanas como Shanghai. Durante el pasado año, la respuesta por parte de las autoridades consistió en proporcionar a los bancos unas directrices destinadas a establecer un límite a los préstamos bancarios otorgados al sector inmobiliario y a personas físicas para la construcción de una segunda vivienda o propiedades de lujo. Un cuantioso exceso de liquidez también ha animado a los bancos a promover de manera especial el crédito al consumo, un segmento donde los criterios de evaluación de la solvencia del prestatario suelen ser laxos. Esta evolución podría elevar en el futuro el índice de morosidad y engrosar el volumen de préstamos en mora en el sistema bancario, que se estimó en un 15% de los préstamos totales el pasado año.

... al igual que el recalentamiento y la inflación

Otro riesgo potencial resulta de una inflación elevada. La actual expansión ha descansado en la utilización intensiva de recursos, lo que ha provocado una escasez generalizada de metales, energía e *inputs* básicos para la economía. Por ejemplo, el consumo de acero en China representó más del 90% del aumento de la demanda mundial y sobrepasó la producción interna, al igual que ocurrió con el níquel y el cobre.

Las crecientes presiones inflacionistas ...

Esta evolución ha marcado el final de la deflación, propiciando un repunte de la inflación de precios de consumo (véase el panel derecho del Gráfico III.7). La inflación de precios industriales ha sido incluso mayor, habiendo aumentado los precios del acero y de otros metales entre un 25% y un 80% hasta marzo de 2004. En periodos anteriores, la inflación de precios industriales había sido, por lo general, más reducida que la inflación



de precios de consumo, como resultado de los fuertes incrementos de productividad y de la incapacidad de las empresas de trasladar a sus precios el aumento de los costes, ante la debilidad de la demanda. Esta circunstancia parece haber ido cambiando durante el último año a medida que se consolidaban las expectativas de inflación, permitiendo a las empresas una mayor transmisión del incremento de los costes a sus precios. Cabe señalar que, históricamente, los ciclos de precios en China han estado estrechamente relacionados con los de la inversión y el crecimiento monetario (véase el panel izquierdo del Gráfico III.7). Una brusca aceleración de la inversión y del crédito al inicio de la década de los 90 dio lugar a tasas de inflación elevadas, mientras que la contracción monetaria posterior resultó en un prolongado periodo de deflación. También la actividad económica se desaceleró hasta tasas más sostenibles.

Reconociendo estos riesgos, las autoridades recientemente han introducido reformas encaminadas a fortalecer el sistema bancario, así como una serie de medidas para desacelerar la economía. En diciembre de 2003, el Gobierno chino recapitalizó dos de los cuatro mayores bancos comerciales públicos, por un importe de 45 mil millones de dólares procedentes de sus reservas de divisas. Con el fin de mejorar su gobierno corporativo, estos dos bancos cotizarán en el mercado bursátil y emitirán valores que podrán adquirir los inversionistas privados. Asimismo, a los restantes bancos comerciales públicos les serán de aplicación medidas similares.

Por otra parte, en septiembre de 2003 el banco central comenzó a impartir una orientación más restrictiva a su política monetaria, incrementando en varias ocasiones los coeficientes de reservas bancarias e intensificando los controles administrativos al objeto de limitar la financiación de la inversión en ciertos sectores. Asimismo, el Gobierno redujo al 7% su previsión de crecimiento del PIB para 2004 y anunció al mismo tiempo su intención de situar la economía en una senda de crecimiento más lento y estable. Al mismo tiempo, el Gobierno aprobó una reducción gradual del volumen de obras públicas, en conjunción con medidas orientadas a potenciar la renta en las zonas rurales.

... provocaron la adopción de medidas para desacelerar la economía

Los efectos aún no se han dejado sentir

Con todo, los datos correspondientes al primer trimestre de 2004 sugieren una aceleración del crecimiento en China. La expansión del crédito bancario (superior al 20% en marzo) y la inflación también se han mantenido en niveles elevados. La demanda de inversión continúa aumentado, en parte como reflejo de la ejecución de proyectos previamente programados, así como de una fuerte reducción de los tipos de interés reales. Así las cosas, podría ser necesaria una mayor contracción monetaria a fin de evitar un recalentamiento de la economía.

#### *Aceleración del crecimiento en la India*

La economía india registró el pasado año la segunda mayor tasa de crecimiento en Asia

La India creció el pasado año por encima del 8%, lo que representa la tasa más elevada de Asia después de China. La economía india creció impulsada por un fuerte dinamismo del sector agrícola merced a un buen monzón y por una recuperación gradual de la industria, tras una evolución más débil en ejercicios anteriores. El sector servicios, que representa más de un 55% del PIB, creció al 8%. En la vertiente de la demanda, el gasto de consumo e inversión se vio estimulado por las mayores rentas de las zonas rurales, los menores tipos de interés y los crecientes precios de las acciones. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años permanecen positivas.

El actual entorno favorece la continuidad del elevado crecimiento

Este reciente optimismo es el resultado de un cúmulo de factores. El aumento de la competencia procedente del exterior ha propiciado reestructuraciones en un buen número de empresas, con el consiguiente aumento de la rentabilidad. Los beneficios netos de las grandes empresas crecieron a una tasa anual del 30% en los dos últimos trimestres de 2003. Las autoridades han adoptado medidas encaminadas a acelerar los procesos de privatización, reducir los aranceles a la importación y abrir aún más la economía a los inversionistas extranjeros. La balanza por cuenta corriente ha registrado superávit desde 2001, mientras que las entradas netas de IED y de inversión de cartera se han duplicado con creces desde 2002, si bien estos flujos son muy inferiores a los que se dirigen a China. Asimismo, el aumento de las rentas y la mayor facilidad de acceso al crédito bancario han fortalecido el poder adquisitivo de los hogares, estimulando el gasto en bienes de consumo duradero y la inversión en vivienda.

El crecimiento de la industria del software y de la subcontratación propicia una mejora de las perspectivas

El crecimiento de la industria del software y de otras industrias relacionadas con el sector servicios ha constituido otro factor decisivo en la mejora de las perspectivas económicas futuras del país. La India ha logrado hacerse con una creciente cuota del mercado mundial en los campos del software y de la subcontratación transfronteriza, gracias a sus ventajosos costes y a una población activa amplia y muy cualificada, así como al recorte de costes emprendido en los países industrializados. Como resultado, los sectores relacionados con las tecnologías informáticas (TI) y con el desarrollo de software han crecido con rapidez en los cinco últimos años, elevando hasta un 4% su participación en el PIB y realizando una significativa contribución a las exportaciones (véase el panel izquierdo del Gráfico III.8). Se estimó que los ingresos procedentes de la subcontratación habían aumentado más de un 50% hasta alcanzar los 4 mil millones de dólares en 2003. El potencial de crecimiento futuro es elevado, al preverse un

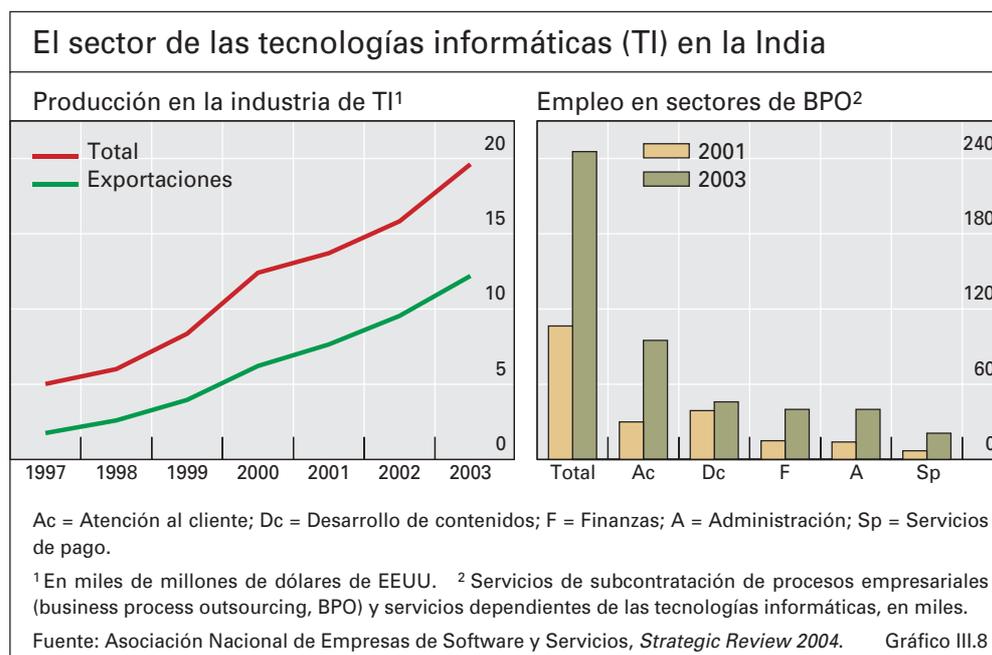
importante dinamismo de la subcontratación empresarial a escala mundial para la próxima década.

La subcontratación de actividades a la India ha suscitado inquietud por su posible impacto negativo sobre las perspectivas de empleo, concretamente en Estados Unidos, que constituye el mercado más importante de subcontratación hacia la India. Ante esta preocupación, algunas autoridades estatales de Estados Unidos han introducido restricciones al traslado de puestos de trabajo a centros de bajo coste (hallándose pendiente de aprobación una legislación similar de ámbito federal). Sin embargo, aunque el crecimiento del empleo se ha duplicado con creces en los dos últimos años en una serie de sectores que llevan a cabo procesos de subcontratación en la India (véase el panel derecho del Gráfico III.8), dicho aumento continúa moderado en comparación con la cifra de pérdidas de empleo en Estados Unidos. Según algunas estimaciones, aun cuando los traslados de puestos de trabajo desde Estados Unidos creciesen con fuerza en los próximos años, sus efectos sobre el empleo total en este país se situarían probablemente por debajo del 1% en 2010. Asimismo, los países industrializados pueden obtener importantes beneficios de los procesos de subcontratación transfronteriza mediante la reducción de costes que propician. En la medida en que en el futuro se pongan de manifiesto escaseces de mano de obra en las economías industrializadas, la subcontratación puede contribuir a atenuar este problema.

Con todo, el mantenimiento del elevado ritmo de crecimiento en la India debe hacer frente a algunos retos. Dado que su tasa de crecimiento potencial se estima en torno al 6%, para mantener su actual tasa de crecimiento (superior a la potencial) será necesario elevar la tasa de inversión corriente (24% del PIB) o bien incrementar sustancialmente la productividad. Una mayor apertura de la economía a la inversión extranjera contribuiría a

La subcontratación a la India todavía representa una pequeña fracción del empleo mundial

Persisten importantes desafíos



alcanzar ambos objetivos. Por otra parte, las infraestructuras de la India necesitan mejoras y es necesario acelerar el proceso de privatización de empresas públicas. Además, el déficit presupuestario del país, superior al 9% del PIB, es todavía muy elevado, lo que genera un alto tipo de interés real y un desplazamiento de la inversión privada más productiva.

## Los mercados y los precios de los productos básicos

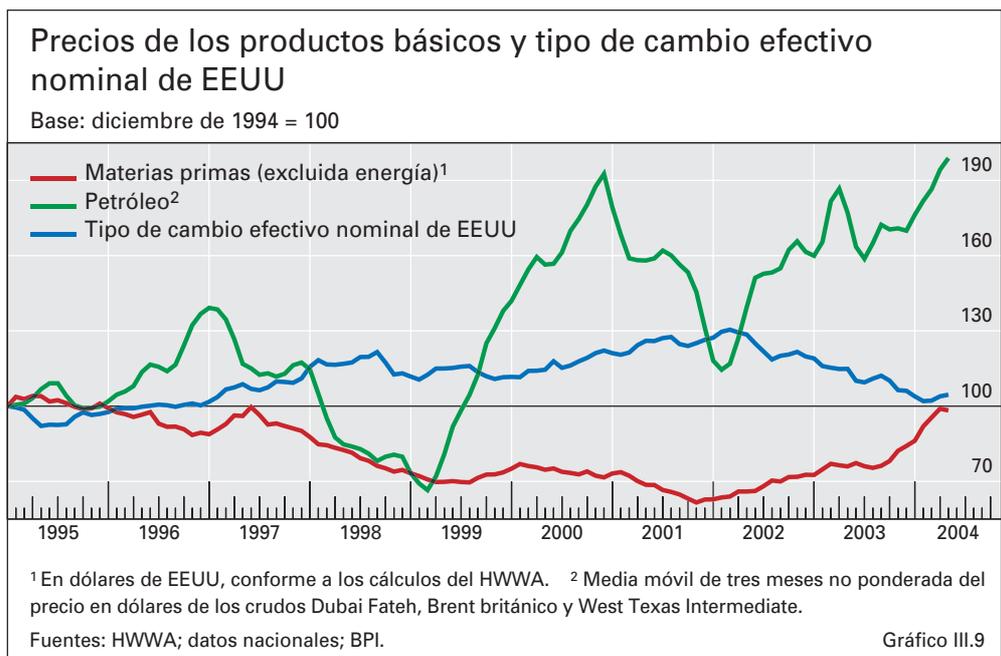
### *Evolución reciente y tendencias a largo plazo*

Fuerte subida de los precios de los productos básicos

El pasado año fue testigo de una nueva subida de los precios de los productos básicos expresados en dólares estadounidenses. Hacia la primavera de 2004, los precios habían aumentado más de un 70% por encima de los niveles mínimos registrados a finales de 2001 (véase el Cuadro III.6). El encarecimiento del petróleo ya se ha trasladado a los precios de la energía que paga el sector minorista en los países industrializados (véase el Capítulo II). La subida de los precios de los productos básicos no petrolíferos ha elevado los precios industriales en origen, pero no ha alterado sustancialmente los precios al por menor a escala mundial. Aun así, algunos analistas interpretan este encarecimiento como una muestra de las expectativas de inflación más generalizadas y como un indicio de que el actual periodo de inflación globalmente reducida podría estar tocando a su fin. Otros observadores estiman que esta subida de precios de los productos básicos no petrolíferos es un síntoma del mayor dinamismo de la demanda, pero no la consideran una predicción fiable de la inflación, dado su reducido peso en los costes totales. El análisis de la evolución de los precios de los productos básicos desde una óptica de más largo plazo hace creer que la subida de precios aún no ha alcanzado su máximo. Al mismo tiempo, plantea incógnitas acerca de sus posibles efectos sobre las perspectivas de crecimiento de los países que exportan estos productos básicos. En concreto, los países africanos, que dependen enormemente de las exportaciones de petróleo o de otros productos básicos no petrolíferos, tendrán una oportunidad única para convertir las mejoras en su relación real de intercambio en un crecimiento más elevado y sostenible.

En claro contraste con las expectativas previas, reflejadas en las cotizaciones en el mercado de futuros, el precio del crudo ha subido de forma brusca desde mediados de 2003 (véase el Gráfico III.9). Un factor que ha

Precios de algunos productos básicos (marzo de 2004)							
En términos de dólares de EEUU; base: diciembre 2001 = 100							
Total	Petróleo	Materias no petrolíferas	Materias industriales	Productos alimenticios	Algodón	Soja	Trigo
172	182	157	162	133	169	219	136
Lana	Carbón	Hierro	Aluminio	Cobre	Plomo	Níquel	Zinc
141	140	126	123	204	182	259	145
Fuentes: FMI; Instituto de Economía Internacional de Hamburgo (HWWA).							Cuadro III.6



contribuido a esta subida fue el aumento inesperado de la demanda (especialmente en China, pero también en otras economías asiáticas emergentes y en Estados Unidos). Asimismo, los retrasos en la reanudación de las exportaciones de petróleo iraquí y los desórdenes políticos en Nigeria y Venezuela tendieron a reducir la oferta. El inesperado incremento de la demanda, junto con un persistente diferencial negativo entre los precios al contado y de futuro (el llamado "*backwardation*"), redujo las reservas comerciales a un mínimo histórico, elevando la volatilidad de los precios. Pese a que la producción de crudo iraquí ya ha vuelto a los niveles previos a la guerra, es probable que los precios del petróleo en dólares se mantengan elevados o puedan incluso crecer durante el presente año, dada la recuperación prevista del crecimiento mundial y la enorme inquietud por si se produjeran atentados terroristas en instalaciones petrolíferas. No queda claro el efecto de la decisión de la OPEP de recortar la producción con efectos a partir del 1 de abril del año en curso, dado que la mayoría de sus miembros todavía producen por encima de la cuota fijada y que Arabia Saudita ha instado desde entonces a sus miembros a incrementar su producción.

No obstante, cabe señalar que la elaboración de previsiones fiables sobre la evolución del precio del petróleo resulta una tarea compleja, puesto que tanto la oferta como la demanda están rodeadas de una gran incertidumbre y las oscilaciones de la demanda neta pueden ser sustanciales. Por ejemplo, el aumento de la oferta previsto para los próximos cinco años está condicionado a la ejecución de nuevos y cuantiosos proyectos de inversión en capacidad de producción y oleoductos. Por el lado de la demanda, el incremento gradual de la participación del sector servicios en el PIB y la mayor eficiencia en el uso de la energía deberían contribuir a moderar el consumo de petróleo. Sin embargo, de continuar el proceso de desplazamiento del PIB mundial en favor de China y la India (países donde

El encarecimiento del petróleo reflejó una fuerte demanda ...

... aunque la tendencia a medio plazo es incierta

la eficiencia energética aún es relativamente baja), la demanda de petróleo podría aumentar por encima de las previsiones actuales, al igual que los precios. De hecho, aunque la participación de China en el consumo mundial de petróleo sólo asciende al 7%, ya es el segundo mayor importador mundial de crudo. Si también se tiene en cuenta el probable aumento a medio plazo de la cuota de la OPEP en la producción mundial (ya que controla más del 60% de las reservas totales de petróleo), no puede descartarse un cambio en la tendencia bajista del precio real del petróleo observada desde 1980.

Los precios no petrolíferos también se recuperaron ...

Incluso tras las recientes subidas, el precio nominal en dólares de los productos básicos no petrolíferos es prácticamente el mismo que 40 años atrás. Esto significa que, en términos reales (es decir, deflactado por un índice de precios industriales o de valores unitarios de exportación en los países industrializados), estos precios han caído a una tasa anual cercana al 1,5% durante los últimos 40 años, una evolución no muy alejada de la tendencia observada en los últimos 150 años. Si se contemplan desde esta perspectiva a más largo plazo, los precios de los productos básicos no petrolíferos en términos reales alcanzaron un mínimo histórico al término de 2001 (véase el Gráfico III.10). Por ello, la reciente recuperación de estos precios podría explicarse por su tendencia a retornar, si bien lentamente, a su senda de largo plazo.

... debido, en parte, a un dólar más débil

Con todo, también han entrado en juego otros factores. Desde el fin del periodo de Bretton Woods, los precios reales de los productos básicos han tendido a evolucionar en dirección opuesta al tipo de cambio efectivo del dólar estadounidense. Esta tendencia se hizo especialmente palpable durante la primera mitad de los años 80 y la segunda mitad de los 90, cuando la apreciación del dólar y los elevados tipos de interés reales hicieron que los productores de materias primas no petrolíferas tuvieran que aumentar la



oferta a fin de poder afrontar el servicio de su deuda denominada en dólares. La consiguiente presión a la baja sobre los precios de los productos básicos se vio agravada por la caída de la demanda en los países cuyas monedas registraban una depreciación frente al dólar. Por el contrario, en el periodo más reciente de depreciación del dólar, una mayor demanda procedente de los importadores de productos básicos, combinada con una menor oferta, ha propiciado una subida de precios. A ello también ha contribuido el notable crecimiento de la producción de manufacturas (un sector intensivo en productos básicos) en China y, más recientemente, en Estados Unidos. Asimismo, el encarecimiento del petróleo (un *input* esencial en la producción de muchos productos básicos) ha intensificado las presiones alcistas sobre sus precios.

Cabe preguntarse cuáles son las perspectivas sobre los precios de los productos básicos no petrolíferos a corto y medio plazo. Aunque es probable que la demanda de estos productos aumente durante el presente año a medida que la recuperación se expanda a un mayor número de países, factores por el lado de la oferta podrían tener efectos atenuantes. El pasado año, por ejemplo, las reservas de algunos metales cayeron hasta mínimos históricos y los descensos de la oferta de ciertos productos agrícolas por motivos climatológicos propiciaron una aceleración de los precios extraordinariamente acusada. Además, parece que la subida de los precios se agravó como consecuencia de las compras especulativas de los inversionistas que utilizan los productos básicos como cobertura frente a la debilidad del dólar. No obstante, en la medida en que la oferta y la demanda se ajusten, la mayoría de estos factores perderá influencia hacia finales del presente ejercicio. Por ejemplo, el precio de los metales disminuyó en abril en respuesta a unos mayores niveles de reservas y a los rumores de que China podría establecer límites al crédito bancario.

Las perspectivas sobre los precios de los productos básicos no petrolíferos más allá del próximo año están rodeadas de una incertidumbre incluso mayor. Por una parte, la incorporación de China a los mercados mundiales como destacado productor de bienes manufacturados y usuario de materias primas sugiere que el precio relativo de los productos básicos no petrolíferos (con respecto al de los bienes manufacturados) podría aumentar a medio plazo, invirtiéndose la tendencia negativa observada en el pasado. Por otra parte, numerosos análisis empíricos sobre la evolución de los precios de los productos básicos en los últimos 150 años han sido incapaces de identificar ruptura alguna en esa tendencia negativa. Si bien es cierto que la elasticidad a corto plazo de la oferta de productos básicos es más bien reducida y que las fluctuaciones de la demanda pueden tener importantes efectos a corto plazo sobre los precios relativos, no lo es menos que tanto la demanda como la oferta suelen responder ante estas variaciones, restableciéndose así la tendencia.

#### *Posibles repercusiones para la política económica*

La prolongada tendencia a la baja de los precios de los productos básicos no petrolíferos ha conllevado una reducción secular de la renta real disponible

Pese a la posible moderación de los precios durante el presente año ...

... la tendencia negativa a medio plazo podría perder brío

Perspectivas inciertas sobre los precios de los productos básicos no petrolíferos

La volatilidad de los precios supone un desafío para la política económica

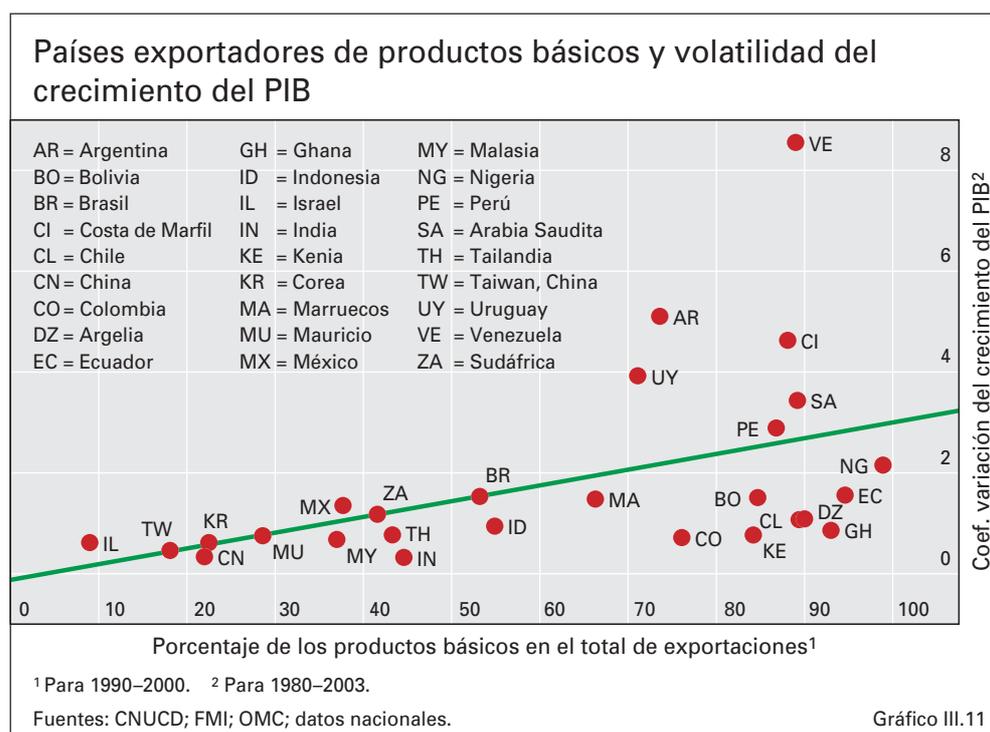
Un régimen de tipo de cambio flexible podría atenuar las perturbaciones ...

... pero no es más que una solución parcial

de sus exportadores. Mayor importancia reviste quizás lo difícil que resulta predecir las fluctuaciones a corto plazo de los precios del petróleo y de otros productos básicos, dado que la volatilidad de estos precios predomina sobre sus tendencias a largo plazo. De hecho, conforme ilustra el Gráfico III.11, a partir de datos de distintos países se obtiene una correlación positiva entre la participación de los productos primarios en las exportaciones totales y la volatilidad del PIB.

La duda consiste en saber si este problema podría atemperarse mediante la aplicación de políticas adecuadas. Algunos analistas sostienen que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible podría amortiguar el efecto de las perturbaciones sobre la economía interna, ya que una apreciación (depreciación) de la moneda nacional en respuesta a un encarecimiento (abaratamiento) de las exportaciones atenuaría sus consecuencias. De hecho, la experiencia de los países africanos exportadores de productos básicos con monedas ligadas al euro (previamente al franco francés) muestra que, ante fluctuaciones de la relación real de intercambio, la volatilidad de sus productos internos ha sido mayor que en los países con tipos de cambio flexibles.

Con todo, la utilización de un tipo de cambio flexible para moderar los efectos de las oscilaciones de los precios de los productos básicos está sujeta a ciertas salvedades. Un tipo de cambio flexible no puede resolver el problema del descenso secular del precio real de los productos básicos. Además, no existe un régimen de tipo de cambio "óptimo" para otros sectores de exportación o sustitutivos de las importaciones (por ejemplo, el de bienes manufacturados). Si el tipo de cambio es flexible y se aprecia en respuesta a un encarecimiento de los productos básicos, los márgenes de beneficio de la industria manufacturera se reducen a través de la caída de sus precios. Por el contrario, si el tipo de cambio es fijo, es probable que estas empresas



deban hacer frente a presiones por el lado de los costes, ya que los mayores beneficios en el sector de los productos básicos impulsarían los salarios al alza. La última salvedad —tal vez la más importante— es la relación inversa existente entre la reducción de las variaciones del producto y la inflación. Así, las economías africanas productoras de materias primas con tipos de cambio fijos han registrado tasas de inflación más bajas y estables que los países con regímenes flexibles.

Puesto que los ingresos procedentes de las exportaciones de productos básicos representan habitualmente una fracción muy elevada de los ingresos públicos, la utilización de la política fiscal o la aplicación de reglas presupuestarias podrían ser necesarias como instrumento complementario para la estabilización macroeconómica. En la práctica, la política fiscal en muchos países exportadores de productos básicos no sólo se ha caracterizado por sus efectos procíclicos, sino por un fuerte sesgo hacia el déficit. Así, el encarecimiento transitorio de los productos básicos normalmente ha ido acompañado de aumentos permanentes del gasto público, con un deterioro a la larga de la situación fiscal. En Nigeria, por ejemplo, la recuperación de los precios del petróleo durante 1998–2000 propició un superávit presupuestario del 6,5% del PIB. No obstante, puesto que el aumento de ingresos procedentes del petróleo estimuló un significativo incremento del gasto público, el balance fiscal sufrió un deterioro del 12% del PIB en sólo dos años, al tiempo que la balanza por cuenta corriente empeoró más de un 20%.

En tales circunstancias, la aplicación de una regla fiscal podría desligar el gasto público de las fluctuaciones de los ingresos por exportaciones de productos básicos. Utilizando como modelo el fondo de estabilización del petróleo de Noruega (ampliamente reconocido como el sistema más avanzado y sofisticado de esta naturaleza), diversos países de mercado emergentes han creado (o prevén crear) fondos de estabilización como un primer paso para moderar la orientación procíclica de sus políticas fiscales. Chile, por ejemplo, creó hace varios años un fondo de estabilización del cobre, que en la actualidad se encuentra integrado en el objetivo a medio plazo de la política fiscal establecida por el Gobierno. Aunque el fondo de estabilización del petróleo de Argelia es más reciente, ya ha contribuido a estabilizar el balance fiscal ante la volatilidad del precio del crudo. No obstante, dados los precios actuales del petróleo, muy superiores al precio de referencia del sistema, y las fuertes presiones políticas en torno a la satisfacción de las necesidades sociales y al incremento del gasto en construcción, el presente año pudiera ofrecer la oportunidad de comprobar fehacientemente la capacidad del fondo para estabilizar la política fiscal.

Los efectos  
procíclicos de la  
política fiscal ...

... podrían reducirse  
a través de una  
regla fiscal

## IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

### Aspectos más destacados

Al permanecer controladas las presiones inflacionarias durante el periodo analizado, los tipos de interés oficiales de las principales economías se mantuvieron estables en niveles muy bajos, con el fin de contribuir a afianzar la recuperación de la economía. En la primera parte del periodo, la Reserva Federal atajó sus temores sobre la posibilidad de que se produjera una deflación no deseada. Asimismo, mantuvo los tipos de interés a corto plazo en sus niveles más bajos de los últimos 46 años e informó a los mercados sobre su intención de no modificarlos durante un periodo de tiempo considerable. Conforme la recuperación estadounidense parecía tomar fuerza, la atención de los mercados se fue centrando más en la estrategia de la Reserva Federal para ajustar su política a un entorno más neutral. La política de la zona del euro también se mostró acomodaticia, aunque el BCE tuvo que compaginar el apoyo a una frágil recuperación con su preocupación por la inflación, que se aproximó al límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el banco central. La considerable apreciación del euro y las disparidades regionales en cuanto a los resultados económicos complicaron aún más la elaboración de las políticas. El Banco de Japón mantuvo su política de tipo de interés cero y de relajación cuantitativa. Al haberse moderado las presiones deflacionarias en Japón, será necesario avanzar en el restablecimiento de un entorno monetario más normal, un proceso que podría plantear insólitos desafíos.

Por el contrario, las preocupaciones en materia de política monetaria fueron más dispares en los países industrializados de menor tamaño. Algunos bancos centrales recortaron los tipos de interés oficiales para fomentar el crecimiento, mientras que otros los subieron en respuesta a presiones del lado de la demanda interna y, en determinados casos, a causa de los riesgos relacionados con la acumulación de desequilibrios financieros.

Al final de este capítulo se analizan dos cuestiones sobre política monetaria que suscitaron creciente importancia durante el periodo analizado en el presente Informe. Un asunto esencial es la posibilidad de que la actual política monetaria tan acomodaticia en los principales bancos centrales pueda generar vulnerabilidades a largo plazo, a pesar del efecto tan positivo que ha tenido sin duda alguna en la recuperación de la economía mundial. La otra cuestión importante ha sido la comunicación de los bancos centrales con el público. En el último apartado se analizan los avances realizados para mejorar las estrategias de comunicación y se destacan los problemas que deberán abordarse en el futuro.

## Repaso a los acontecimientos

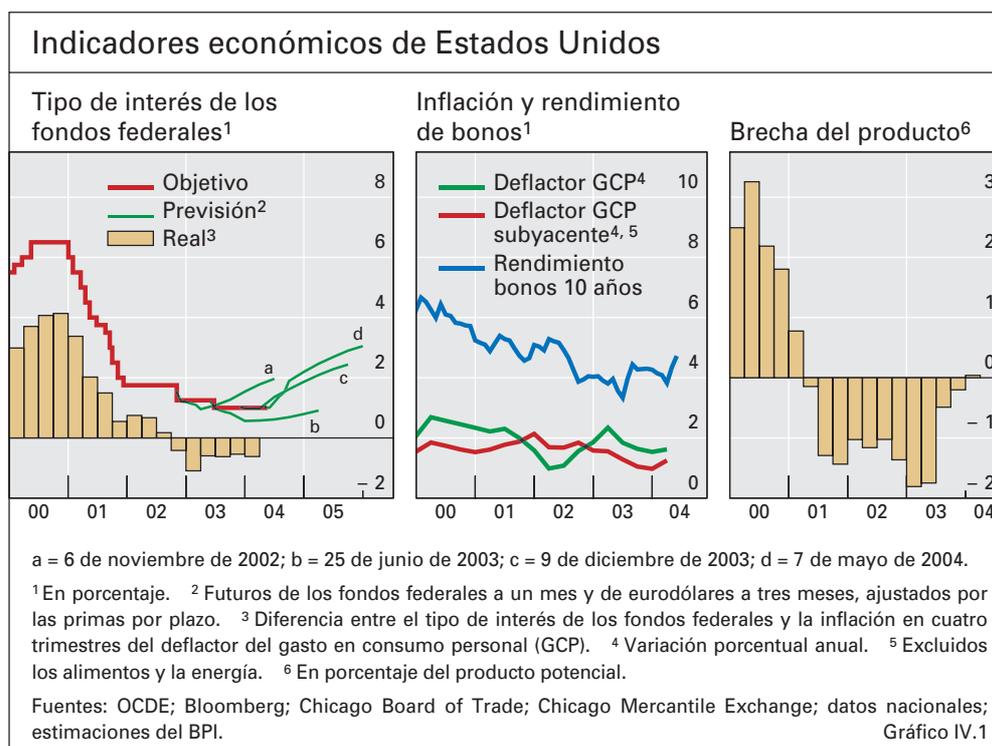
### Estados Unidos

La Reserva Federal mantuvo su política monetaria extremadamente acomodaticia durante el pasado año, a lo largo del cual el tipo de interés de los fondos federales se mantuvo estable al 1%. El contexto económico se caracterizó por una fuerte holgura de la capacidad productiva (aunque en rápido retroceso) y por una inflación reducida. La Reserva Federal dejó bien clara su intención de mantener bajo el tipo de interés de los fondos federales durante un periodo de tiempo considerable, por lo que el tipo de interés real de los fondos federales (ex post) continuó siendo negativo (véase el Gráfico IV.1). Al estar situado muy por debajo de su nivel neutral a largo plazo —una brecha ampliada aún más por las tendencias recientes de la productividad— la Reserva Federal indicó que en algún momento el tipo de interés oficial tendría que desplazarse hacia posiciones más neutrales. Un continuo interrogante para la Reserva Federal durante el periodo analizado fue si este reducido nivel seguía siendo el adecuado a tenor de la coyuntura económica o si, por el contrario, debería comenzar un endurecimiento de la política monetaria.

La política monetaria estadounidense fue extremadamente acomodaticia

Un acontecimiento de especial importancia que afectó a las deliberaciones de las autoridades monetarias durante la primera parte del periodo analizado fue el riesgo de que se produjera una caída no deseada de la inflación hasta llegar a producirse deflación. Esta percepción del riesgo de deflación reflejaba fundamentalmente la combinación de una escasa inflación real con las consecuencias que perduran del brusco ajuste de los desequilibrios financieros y de la economía real acumulados en la pasada década. Sin embargo, también era el reflejo de una evolución favorable por el

Al principio del periodo hubo riesgos de deflación



lado de la oferta, ya que los fuertes avances de la productividad evitaron que aminorase el ritmo de reducción de la holgura de la economía. La Reserva Federal dejó clara su intención de combatir esta posible deflación utilizando de forma agresiva la política monetaria. Al mismo tiempo, a través de las actas de las reuniones del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC), los discursos de altos cargos de la Reserva Federal y la publicación de estudios, la autoridad monetaria aseguró al público que disponía de un buen número de medidas para atajar ese riesgo, incluso si los tipos de interés nominales llegaran a situarse en el cero por ciento.

Esta estrategia de mantener bajo el tipo de interés oficial a corto plazo y utilizar al mismo tiempo una estrategia de comunicación complementaria también resultó eficaz para anclar las expectativas de inflación por encima de la zona de deflación, manteniendo bajo control los tipos de interés a largo plazo. De esta forma, se fomentó un entorno económico favorable para el crecimiento de la demanda agregada. No obstante, el FOMC reconoció la existencia de un riesgo de crecimiento no equilibrado de los sectores sensibles a los tipos de interés, así como de una evolución desfavorable de los precios de los activos si se mantenía durante demasiado tiempo el entorno de tipos de interés bajos. Durante el periodo analizado, estos riesgos se consideraron aceptables.

La estrategia de comunicación de la Reserva Federal, que en general logró evitar los riesgos de una posible deflación, no estuvo exenta de dificultades. Así, a principios de 2003 los agentes económicos interpretaron las declaraciones de altos cargos de la Reserva Federal como indicadores de posibles nuevos recortes del tipo de interés oficial, lo que provocó un descenso de los rendimientos de los bonos a largo plazo a finales de la primavera. En este entorno, la rebaja de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial realizada en junio de 2003 decepcionó a los mercados y contribuyó a una acusada corrección al alza de la curva de tipos de interés. Este episodio sirvió para concienciar a todos, tanto dentro como fuera de la Reserva Federal, de que el banco central necesitaba encontrar una fórmula para transmitir sus intenciones en materia de política monetaria todavía con mayor claridad.

Naturalmente, cuando la recuperación cobró impulso, el riesgo de deflación disminuyó. En un entorno así, la atención se desplazó hacia el riesgo de un aumento de la inflación a corto plazo a raíz de la depreciación del dólar, la acusada subida de los precios de las materias primas y el dinamismo de los precios inmobiliarios. Esta evolución hizo que el mercado centrara su atención en el momento y la rapidez con la que subirían los tipos de interés oficiales. Así, la Reserva Federal fue objeto de un intenso escrutinio en cuanto a la redacción exacta de sus comunicados de prensa, en los que el público buscaba, probablemente de forma injustificada, indicios sobre cuánto tiempo se mantendrían estables los tipos de interés oficiales. La frase que explicaba la política de mantener el precio del dinero sin cambios “durante un periodo de tiempo considerable” fue objeto de una gran atención. En enero de 2004, cuando la Reserva Federal pasó a afirmar que “podría ser paciente antes de abandonar su política acomodaticia”, los rendimientos de los bonos del Tesoro subieron en un primer momento y se produjo un descenso en los precios de

Las declaraciones sobre política monetaria reforzaron las expectativas de tipos de interés bajos

Cuando la recuperación tomó fuerza, la atención se centró en devolver la neutralidad a la política monetaria

las acciones. Finalmente, los mercados acabaron por conceder menos importancia a este matiz, considerándolo más una modificación en su formulación que un giro en la orientación de la política. En mayo, el FOMC estimó que podía abandonar su política acomodaticia a un ritmo “mesurado”, lo que alentó las perspectivas de que se produjeran a corto plazo incrementos de los tipos de interés.

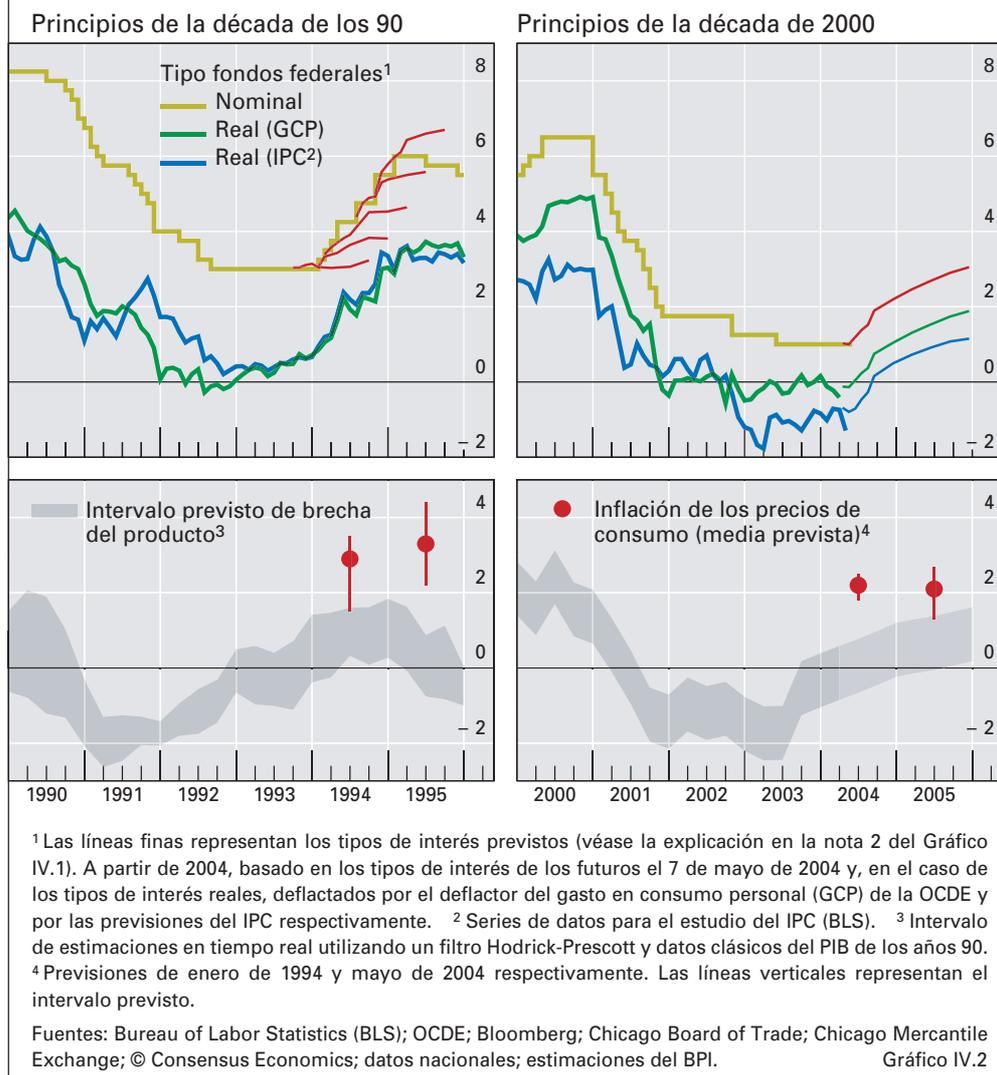
La Reserva Federal se interesó especialmente en encontrar la mejor manera de mantener el equilibrio más adecuado entre las expectativas del sector privado acerca de futuros cambios de los tipos de interés oficiales. Teniendo en cuenta la elevada deuda de las familias y de las empresas, los grandes déficit por cuenta corriente acumulados y la rápida formación de desequilibrios fiscales, cualquier subida rápida de los tipos de interés a largo plazo aumentaba el riesgo de volatilidad en los mercados financieros y de sobre-reacción, lo cual complicaría la transición y podría poner en peligro la recuperación de distintas maneras. Por una parte, la Reserva Federal tenía que evitar que el sector privado anticipara una subida de los tipos de interés a largo plazo antes de la cuenta. Por otra parte, debía impedir que los mercados subestimaran la curva de tipos de interés y dieran lugar así a presiones inflacionistas, ya que esto podría hacer necesario posteriormente un endurecimiento acusado de la política monetaria con posibles efectos desestabilizadores. Estas condiciones obligaron a la Reserva Federal a preparar a los mercados para las futuras modificaciones de los tipos de interés oficiales, con el fin de evitar que los tipos de interés a largo plazo subieran demasiado pronto o demasiado tarde.

Para ubicar en su contexto estos riesgos monetarios, resulta instructivo comparar la situación actual con la vivida a finales de 1993 (véase el Gráfico IV.2). En 1993, al igual que en la actualidad, la Reserva Federal había mantenido una estrategia de tipos de interés bajos durante un tiempo considerable y el tipo de interés oficial real se aproximaba a su nivel cero. Una de las razones por las que los tipos de interés se situaban en niveles tan bajos era la existencia de factores financieros que impedían que se produjera una recuperación rápida y segura. Sin embargo, hacia finales de 1993, la recuperación ya estaba en marcha, la debilidad económica parecía estar desapareciendo y las previsiones de inflación mostraban una trayectoria alcista. A principios de 1994, la Reserva Federal subió los tipos de interés en siete ocasiones en un plazo de 12 meses, con incrementos de entre 25 y 75 puntos básicos, finalizando el proceso con una subida acumulada de 3 puntos porcentuales. En un primer momento, las expectativas sobre futuras subidas de tipos de interés no siguieron el ritmo de la política real de la Reserva Federal. Sin embargo, hacia el final del ciclo monetario, el mercado preveía nuevos incrementos de tipos de interés superiores al objetivo que finalmente fijó la Reserva Federal para los tipos de interés oficiales. Para atajar estas expectativas, el FOMC ajustó su lenguaje sesgado y recortó posteriormente los tipos de interés. Por supuesto, entre el periodo anterior y el actual existen diferencias. Por una parte, en el ciclo monetario actual, el tipo de interés real se ha situado en niveles más bajos, lo que hace más necesario un ajuste en comparación con el

Paralelismos con el punto de inflexión del ciclo monetario en los 90

## Estrategias de salida en Estados Unidos

En porcentaje

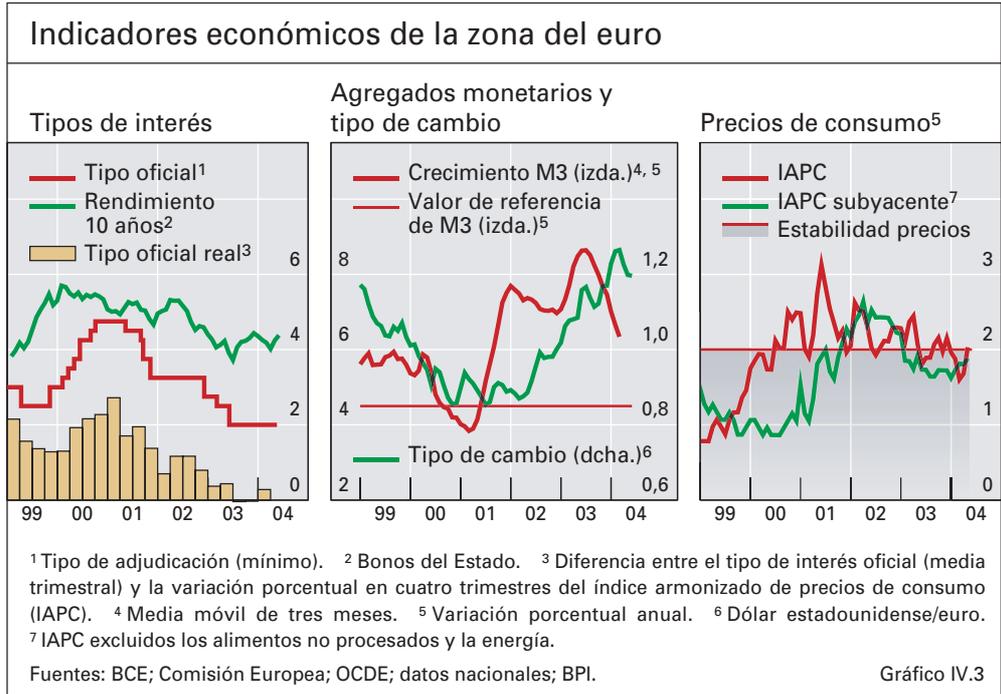


ciclo anterior. Por otra parte, las expectativas de inflación parecen mejor ancladas y la Reserva Federal se ha mostrado mucho más transparente a la hora de explicar sus decisiones reales y sus intenciones en materia de política monetaria.

### Zona del euro

Durante el periodo analizado, la política monetaria también permaneció expansiva en la zona del euro, tal y como indican los reducidos tipos de interés reales y el fuerte crecimiento de los agregados monetarios amplios (véase el Gráfico IV.3). Al igual que en Estados Unidos, los tipos de interés nominales a corto plazo en los países de la zona del euro se aproximaron a los mínimos históricos del periodo posterior a la II Guerra Mundial, contribuyendo a que los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y los tipos de interés de los *swap* a plazo fueran bajos.

La política monetaria de la zona del euro permaneció expansiva ...



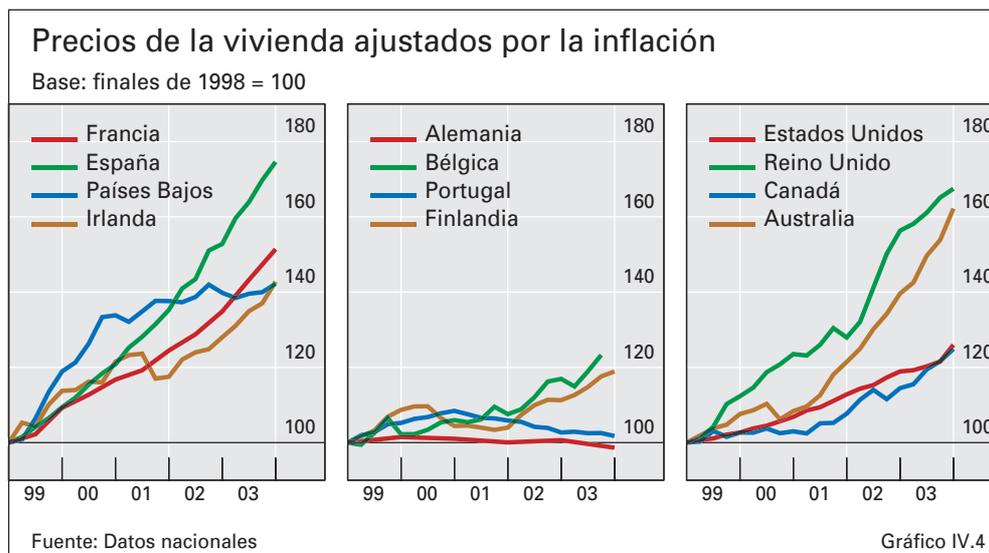
Tras reducir su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos en junio de 2003, el BCE lo mantuvo constante al 2% durante el resto del periodo. El principal factor que explica esta política expansiva es la fragilidad de la recuperación, ya que el crecimiento seguía muy por debajo de la media en las mayores economías de la zona del euro. Una circunstancia que impidió que el BCE recortara aún más su tipo de interés oficial fue que la inflación continuaba próxima al 2%, el límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE. Las subidas de impuestos y el aumento de unos costes laborales unitarios ya de por sí relativamente elevados, reflejo de la inercia en el crecimiento de las retribuciones y de los débiles aumentos de la productividad, fueron dos factores esenciales que evitaron que la inflación cayera hasta donde podría haberse esperado dada la debilidad del mercado laboral. Además, había escasas muestras de que la acusada apreciación del euro estuviera presionando mucho a la baja la inflación.

Los dilemas a los que se enfrentaron las autoridades monetarias de la zona del euro durante el periodo pueden enmarcarse en el contexto de la apreciación del euro, especialmente frente al dólar. Por una parte, en un entorno marcado por el estancamiento de la recuperación y por un elevado desempleo, el BCE se vio presionado para rebajar los tipos de interés dada la probable pérdida de competitividad ante la mayor fortaleza de la moneda única. Tampoco ayudó que muchos consideraran la política de Estados Unidos más activa a la hora de apoyar el crecimiento. Los tipos de interés oficiales de la zona euro duplicaban a los de Estados Unidos, lo que fue considerado como una de las causas de la fortaleza del euro frente al dólar. Por otra parte, el BCE tuvo que enfrentarse al hecho de que ambos indicadores de su estrategia basada en dos pilares dificultaban la rebaja del tipo de interés oficial. Como ya se ha

... a medida que la recuperación perdía impulso ...

... y la inflación permanecía próxima al límite superior del intervalo fijado

La apreciación del euro pone de manifiesto los dilemas de la política monetaria



indicado, tanto la inflación general como la subyacente seguían próximas al límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE y el crecimiento de M3 continuaba muy superior al valor de referencia del 4,5%. En lo que respecta al euro, el BCE consideraba en líneas generales que su apreciación formaba parte del proceso de ajuste que devolvería el valor de la moneda a su intervalo histórico normal; el fortalecimiento del euro no se consideraba, pues, un riesgo que justificara una mayor relajación de la política monetaria.

El BCE también debió hacer frente al persistente problema de las grandes disparidades regionales. Una de ellas radica en los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro, especialmente desde que Alemania estuvo a punto de entrar en deflación. Otra preocupación tuvo que ver con la sostenibilidad de los incrementos de la deuda de las familias y la aceleración de los precios de la vivienda, aunque sólo en algunas economías de la zona del euro (véase el Gráfico IV.4). En respuesta a estos desafíos, el BCE siguió sosteniendo que modificar el tipo de interés oficial para la zona del euro en su conjunto no sería una medida eficaz para solucionar los desequilibrios regionales: subir los tipos de interés para frenar la inflación o el excesivo aumento de los precios inmobiliarios en una región podría ahogar la recuperación en otra.

Esta conclusión no implica que la política monetaria del BCE no tenga en cuenta la evolución potencial de los desequilibrios financieros. De hecho, tal y como se analizó en el Capítulo IV del *73º Informe Anual*, una causa plausible de la evidente diferencia en cuanto al grado de iniciativa mostrado por la política del BCE con respecto a la Reserva Federal ha sido que el primero se apoya en su estrategia de dos pilares. El crecimiento excesivo de los agregados monetarios y crediticios se ha entendido como un indicio de presiones inflacionistas potenciales o de una acumulación subyacente de desequilibrios financieros y de otro tipo, aun cuando la inflación general haya permanecido relativamente controlada. El hecho de que el crecimiento de M3 haya estado muy por encima del valor de referencia desde finales

Las disparidades regionales se mantuvieron

Las medidas cuantitativas de la política monetaria continúan siendo motivo de preocupación

de 2001 alerta de tal riesgo, lo que podría haber impedido que la política económica se haya mostrado aún más activa.

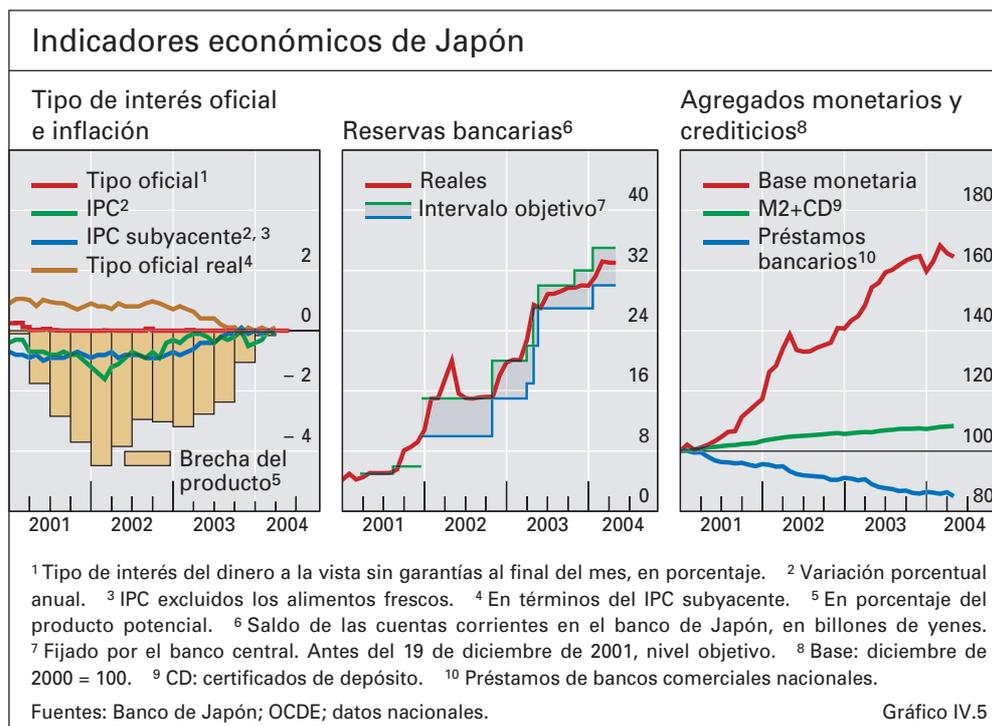
### Japón

El Banco de Japón siguió utilizando prácticas monetarias no convencionales para alcanzar los objetivos de su política, a saber, superar la deflación y fomentar la recuperación económica. Con el tipo de interés a un día prácticamente anclado en cero, los tipos de interés de mercado, tanto a corto como a largo plazo, permanecieron próximos a sus mínimos históricos. Dado que los tipos de interés nominales a corto plazo estaban a su nivel cero, el Banco de Japón no pudo reducir directamente los tipos de interés reales ex post, que estuvieron determinados por la tasa de deflación real. Sin embargo, al haberse relajado ligeramente las presiones deflacionistas, los tipos de interés reales se acercaron moderadamente a su nivel cero durante el periodo analizado (véase el Gráfico IV.5).

El Banco de Japón aplicó a este entorno caracterizado por unos tipos de interés bajos una política de relajación cuantitativa, ajustando al alza en dos ocasiones su intervalo objetivo para el nivel de los saldos de las cuentas corrientes mantenidas en el banco central. El Banco elevó el límite superior del intervalo objetivo hasta los 32 billones de yenes en octubre de 2003, ampliando así el intervalo para proporcionar un mayor margen de maniobra operativo. En enero de 2004, el objetivo volvió a ampliarse, pasando de aproximadamente 27–32 billones de yenes a un intervalo cercano a los 30–35 billones de yenes. En octubre, el Banco de Japón aprovechó también para explicar más claramente su estrategia, destinada a abandonar la relajación cuantitativa. Así, afirmó que la suavización monetaria continuaría hasta que el IPC subyacente interanual registrara un ascenso estable durante

El Banco de Japón mantuvo sus políticas no convencionales ...

... y adoptó una orientación monetaria muy acomodaticia



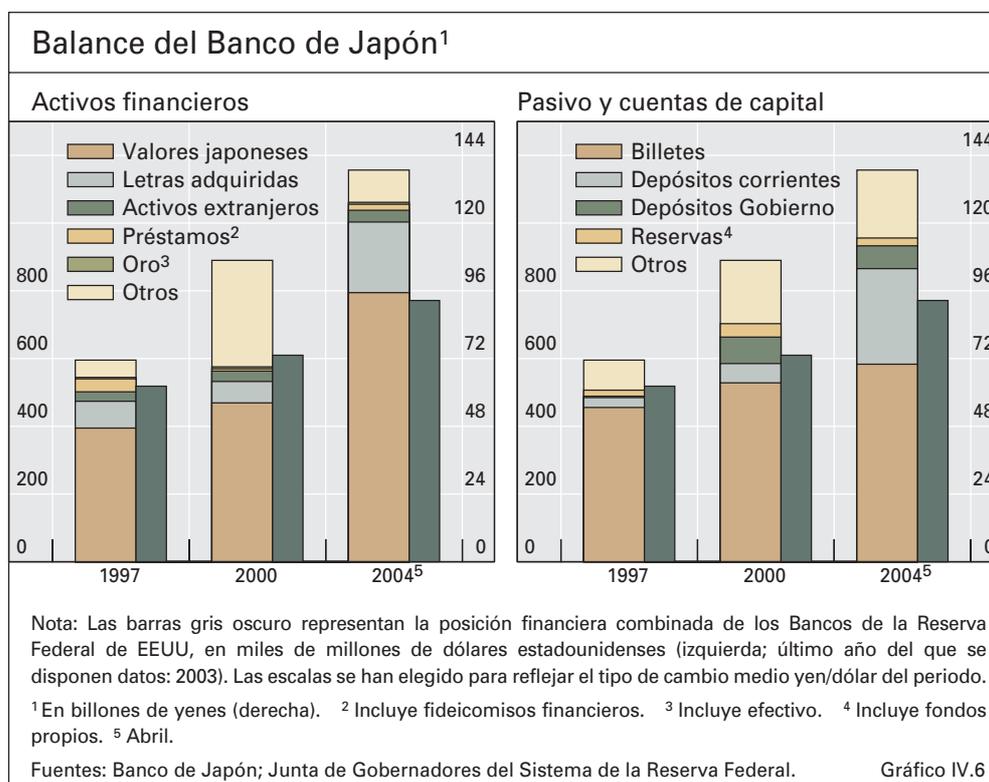
varios meses y hasta que las previsiones indicaran que iba a seguir subiendo. Esta aclaración pretendía acabar con las especulaciones acerca de un final prematuro de la relajación cuantitativa, a las que se culpaba de haber contribuido a la volatilidad de los tipos de interés a largo plazo.

Al igual que en años anteriores, el fuerte crecimiento de la base monetaria no se tradujo en un crecimiento significativamente más rápido de los agregados amplios. El agregado monetario M2 sólo se amplió moderadamente y el nivel de crédito concedido volvió a caer. El continuo deterioro del mecanismo de transmisión monetaria reflejaba la persistencia de los efectos del deterioro sufrido en el pasado por el sistema financiero. De hecho, el Banco de Japón desplegó nuevos esfuerzos para reforzar el mecanismo de transmisión de las relajaciones monetarias mediante la compra de acciones en poder de bancos comerciales y la estimulación de mercados alternativos de intermediación financiera. Con este fin, el Banco incrementó sus participaciones en fideicomisos financieros (es decir, acciones compradas a instituciones financieras) y bonos de titulización de activos (ABS por sus siglas en inglés). En mayo de 2004, sus fideicomisos financieros en circulación ascendían a 2 billones de yenes y los bonos de titulización a 150 mil millones de yenes.

Cuando empezaron a atisbarse los primeros indicios de relajación de la deflación, comenzó a confiarse en el retorno a unas condiciones monetarias más normales. En el caso de que se materializaran unas subidas reales del nivel de precios, estas esperanzas aumentarían aún más. Sin embargo, para poder regresar plenamente a la normalidad, será preciso que la salud del sistema financiero japonés siga mejorando. Actualmente, diversos impedimentos de orden estructural siguen complicando de forma

El mecanismo de transmisión monetaria seguía deteriorado ...

... aunque se atisbaron algunas señales positivas



significativa el correcto funcionamiento del sistema financiero (véase el Capítulo VII).

Un obstáculo en el camino hacia un entorno monetario más normal es el abultado balance del Banco de Japón, cuyo volumen prácticamente se duplicó entre 1997 y abril de 2004, pasando de unos 72 billones de yenes (equivalente a un 18% del PIB) a unos 140 billones de yenes (un 25% del PIB). Esto se debió en gran medida a la política de relajación cuantitativa, que incluía compras importantes de activos nacionales y extranjeros (véase el Gráfico IV.6). Como parte del restablecimiento de condiciones económicas más normales y según las circunstancias, el banco central podría tener que vender parte de su cartera de valores de renta fija a largo plazo, lo cual podría, a su vez, empeorar sus niveles de capital y posiblemente haría incluso necesaria una recapitalización.

Persiste la preocupación sobre el balance del Banco de Japón

#### *Países con objetivos de inflación explícitos*

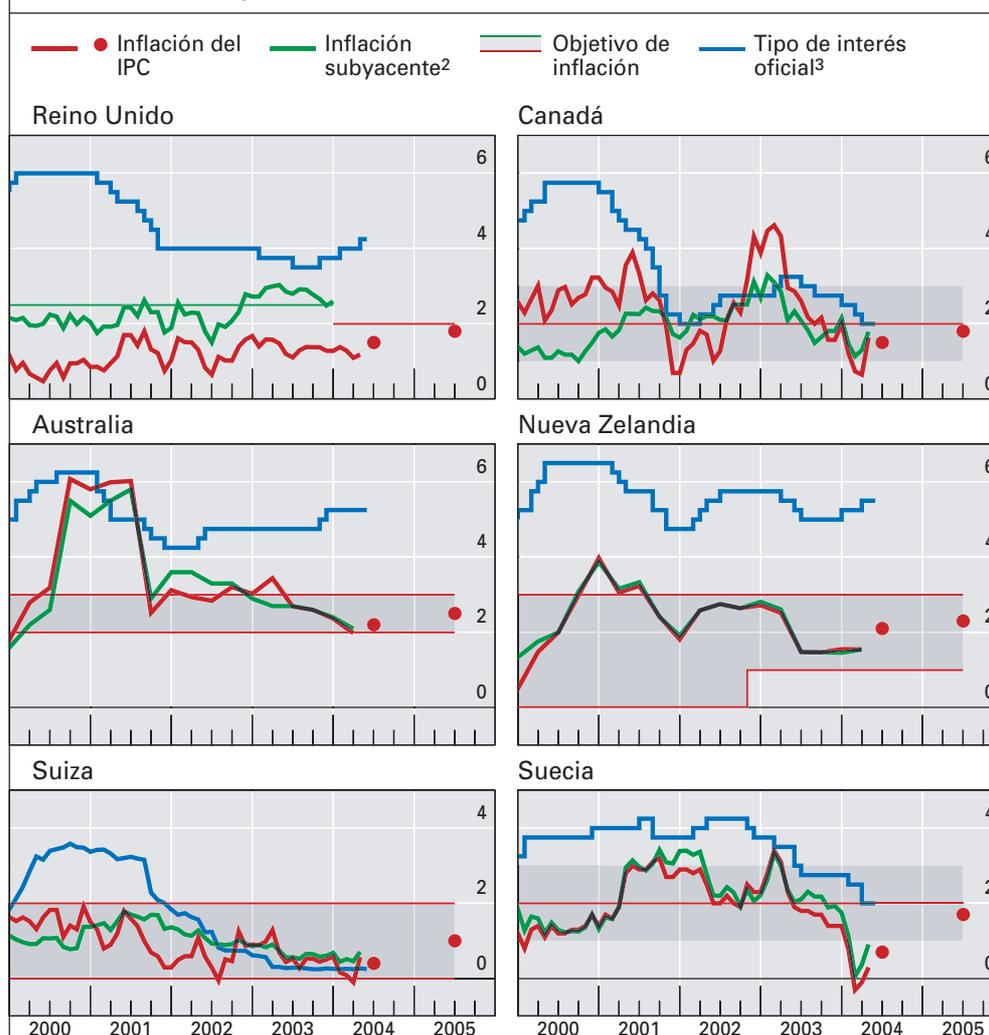
Los bancos centrales de países que cuentan con un objetivo de inflación explícito siguieron políticas muy diversas durante el periodo analizado. Algunos bancos centrales endurecieron su política, mientras que otros la relajaron. La falta de sincronía entre el ciclo monetario de estos países y el de los mayores países industrializados marcó la diferencia con respecto a años anteriores. Conforme se iniciaba la desaceleración mundial en 2001, la mayor parte de los bancos centrales rebajaron sus tipos de interés oficiales. Sin embargo, durante el pasado año, el Banco de Canadá y el Sveriges Riksbank relajaron todavía más sus políticas, mientras que el Banco Nacional Suizo mantuvo sus tipos a unos niveles ya de por sí bajos. Por el contrario, el Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda subieron sus tipos de interés oficiales (véase el Gráfico IV.7).

Políticas dispares en los países con objetivos de inflación explícitos

En Canadá, Suecia y Suiza, la inflación se situó al nivel fijado como objetivo o por debajo del mismo, el crecimiento de la demanda interna siguió por debajo de su potencial y las brechas del producto fueron negativas. En este entorno, los bancos centrales de estos tres países siguieron fomentando condiciones de estimulación monetaria. La caída de la inflación resultó especialmente significativa e inesperada en Suecia, llegando incluso a provocar caídas del nivel de precios a principios de 2004. El Riksbank reaccionó bajando los tipos de interés en cinco ocasiones desde marzo de 2003, por un total de 175 puntos básicos, lo que dejó los tipos de interés reales a corto plazo próximos al 2% en marzo de 2004. En Canadá y Suiza, el tipo de cambio resultó clave para la política monetaria. La apreciación del dólar canadiense (véase el Gráfico IV.8), sobre todo frente al dólar estadounidense (la moneda de su principal socio comercial), puso en peligro la recuperación dados sus vínculos comerciales con Estados Unidos e incrementó el riesgo de que la inflación se quedase por debajo de su objetivo. No se consideró que este riesgo hubiera quedado totalmente contrarrestado por la subida simultánea de los precios de los productos básicos, por lo que el Banco de Canadá bajó su tipo de interés oficial en cinco ocasiones durante el periodo analizado. El Banco Nacional de Suiza,

Canadá, Suecia y Suiza siguieron unas políticas monetarias expansivas ...

## Inflación y tipos de interés oficiales en países con objetivos de inflación explícitos<sup>1</sup>

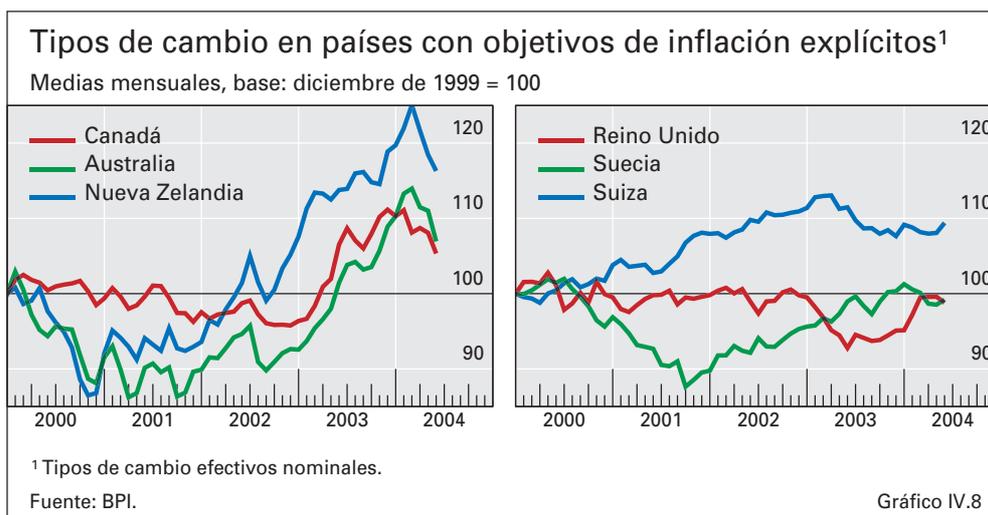


<sup>1</sup>Tasas de inflación calculadas como variación porcentual anual. Los países que fijan un objetivo para la inflación del IPC son Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Suecia y, a partir del 10 de diciembre de 2003, Reino Unido (que anteriormente lo hacía para la inflación subyacente); Suiza no se fija un objetivo de inflación, sino que utiliza una estrategia de previsión de la inflación basada en una amplia gama de indicadores. Los puntos representan las previsiones del mercado a partir de sondeos realizados en mayo de 2004. <sup>2</sup> Australia: IPC excluidos los artículos volátiles (fruta, verdura y combustible para automóviles); Canadá: IPC excluidos ocho componentes volátiles y el impacto de las variaciones de los impuestos indirectos sobre el resto de los componentes; Nueva Zelanda: IPC excluidos los servicios crediticios; Suecia: IPC excluido el coste de intereses hipotecarios para adquisición de vivienda y la incidencia de los cambios de los impuestos indirectos y de las subvenciones; Suiza: IPC subyacente (método de la media truncada); Reino Unido: índice de precios al por menor, excluidos los pagos de intereses hipotecarios. <sup>3</sup> Australia y Nueva Zelanda: tipo de interés al contado; Canadá: punto medio de la banda de control para financiación a un día; Suecia y Reino Unido: tipo de interés de las operaciones con pacto de recompra; Suiza: Libor a tres meses.

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales.

Gráfico IV.7

que también se enfrentaba a la apreciación de su moneda, recortó su tipo de interés oficial durante el primer semestre de 2003 e intervino directamente en los mercados de divisas. Ante la ausencia de síntomas de afianzamiento de la recuperación y con la inflación cercana a cero, se mantuvo una política monetaria relajada durante el resto del periodo analizado.



Por el contrario, ante el temor a que el rápido crecimiento de la demanda interna (y del producto) agravara las presiones inflacionistas, los bancos centrales de Australia y Nueva Zelanda subieron sus tipos de interés oficiales, a pesar de la apreciación simultánea de sus tipos de cambio. Hacia finales de 2003, la brecha del producto volvía a ser positiva en Australia y permanecía amplia y positiva en Nueva Zelanda por tercer año consecutivo. De forma similar, el Banco de Inglaterra endureció su política como consecuencia de un crecimiento de la demanda interna superior a la media, así como por las preocupaciones existentes sobre un posible aumento de los desequilibrios financieros, especialmente la persistente aceleración de los precios de la vivienda y de la deuda de las familias. Es preciso indicar que no está en absoluto claro el efecto que los consiguientes cambios en los balances de las familias tendrán sobre el gasto y la inflación de los precios de consumo generales, tanto a corto como a largo plazo. Sin embargo, dada la naturaleza variable de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios en el Reino Unido, cabría esperar un empeoramiento de los problemas potenciales asociados a la acumulación de deuda por parte de las familias si los tipos de interés registrasen un fuerte incremento o la vivienda se abaratase.

Las experiencias de estos países durante el periodo analizado, es decir, la combinación de la apreciación de sus monedas con una fuerte demanda interna, crecientes brechas del producto e incrementos de los precios de otros activos y en especial de la vivienda, no hacen sino destacar los dilemas, potencialmente complicados, a los que en ocasiones se enfrentan las autoridades monetarias de economías abiertas más pequeñas. Si la demanda interna crece a un ritmo insostenible y los precios inmobiliarios muestran una fuerte tendencia alcista, los responsables de elaborar la política monetaria normalmente estarían dispuestos a subir los tipos de interés para luchar contra posibles presiones inflacionistas. Sin embargo, si la apreciación del tipo de cambio consigue mantener a raya las presiones inflacionarias, la necesidad de subir los tipos de interés podría resultar mucho menor. El problema estriba en que al mantener los tipos de interés en niveles

... mientras que Australia, Nueva Zelanda y el Reino Unido subieron sus tipos de interés

Los precios de los activos y los tipos de cambio: principales riesgos para las políticas

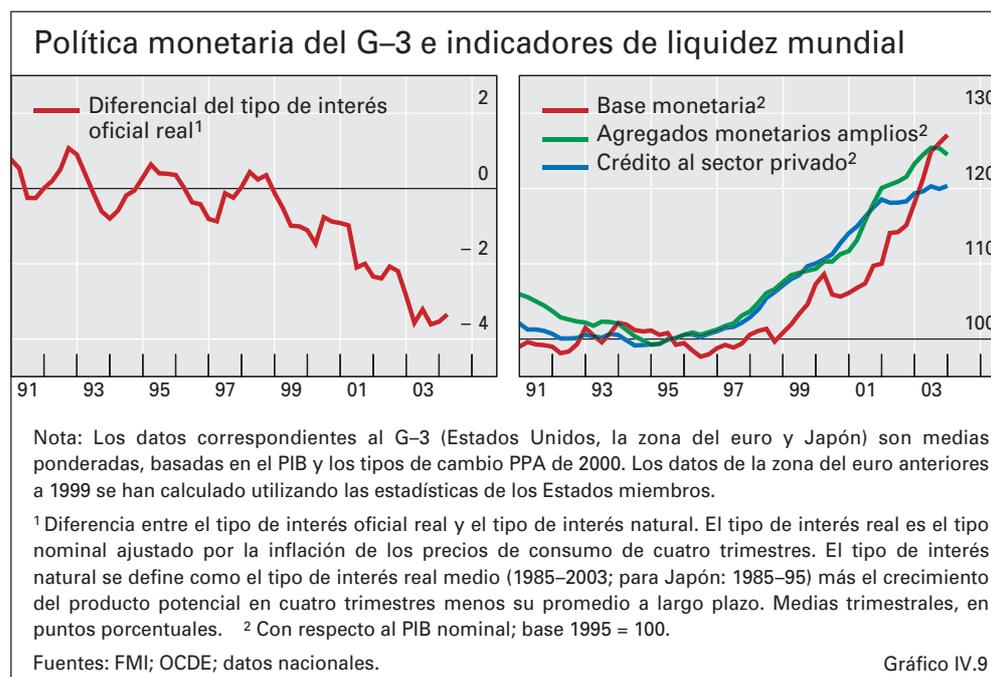
bajos en el corto plazo, la política monetaria podría agravar las presiones alcistas de los precios de los activos y los desequilibrios financieros a largo plazo.

### Liquidez internacional: el papel de la política monetaria en el G-3

Las políticas del G-3 podrían estar incrementando la liquidez internacional

Las políticas monetarias acomodaticias aplicadas por las mayores regiones económicas industrializadas (Estados Unidos, la zona del euro y Japón) pueden haber generado un exceso de liquidez en los mercados financieros internacionales. Ésta es una cuestión difícil de evaluar, debido en buena medida a lo complicado que resulta definir con precisión la liquidez en términos macroeconómicos, por no hablar de la liquidez “excesiva”. Lo cierto es que los tipos de interés nominales a corto plazo del G-3 se han reducido hasta alcanzar niveles tan bajos que el diferencial del tipo de interés real (media ponderada) en el G-3, definido como la diferencia entre el tipo de interés oficial real y el tipo de interés real natural compatible con la estabilidad de precios a largo plazo, se ha ampliado significativamente durante los últimos años. Así ocurre sin duda si lo comparamos con lo sucedido en la década de los 90 (véase el Gráfico IV.9). Al mismo tiempo, los indicadores cuantitativos de la política monetaria, como los agregados monetarios amplios y estrechos y el crédito del sector privado, también han aumentado de forma acusada. Ante esto, cabe preguntarse en qué medida los bancos centrales deberían estar más preocupados por esa evolución.

La causa de esas preocupaciones se deriva de dos tipos de riesgos. En primer lugar, aun cuando la inflación se muestre estática a corto plazo, unos tipos oficiales muy bajos podrían acrecentar aún más el riesgo de que aumentara en el futuro. También podrían agravar los crecientes desequilibrios financieros, que a su vez podrían corregirse provocando cierto debilitamiento.



El rápido crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, la subida de los precios de los activos y la inusual reducción de los diferenciales de rendimiento recientemente pueden considerarse como posibles indicadores de estos riesgos en las propias economías del G-3. En segundo lugar, esta evolución podría tener repercusiones no deseables en otras regiones como consecuencia del especial papel que desempeñan las monedas del G-3 en tanto que divisas internacionales. La creación de una liquidez excesiva en el G-3 podría transmitirse a las economías no pertenecientes a ese grupo, incrementando los riesgos de que se produzcan aumentos de la inflación y una evolución insostenible de los precios de los activos en esos países. Una posible manifestación de este proceso viene dada por el aumento del flujo de capital privado hacia los países cuyos tipos de cambio se consideran favorables, ya que los inversionistas intentan aprovechar los diferenciales de tipos de interés comprando divisas más rentables (véase el Capítulo V). Este tipo de flujos de capital ha resultado especialmente significativo en el actual entorno de tipos de interés, ya que los reducidos tipos nominales en los países del G-3 han propiciado, en parte, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas comprando activos de otros países. Durante el periodo analizado, este comportamiento se ha podido apreciar en el fuerte incremento de los flujos de capital privado hacia las economías de mercado emergentes (véase el Cuadro III.2, en la página 47).

Los bajos tipos de interés estimulan la búsqueda de rentabilidad

A la hora de analizar las consecuencias de las políticas monetarias del G-3 para el resto del mundo, el régimen cambiario juega un papel fundamental. Con un tipo de cambio totalmente flexible, la política monetaria es, en principio, una cuestión puramente doméstica. Cualquier estímulo monetario excesivo tiende a quedar reflejado en ajustes del tipo de cambio nominal. Sin embargo, las circunstancias internacionales actuales se alejan considerablemente del concepto académico de regímenes cambiarios flexibles. De hecho, en algunos aspectos, las actuales configuraciones internacionales se asemejan a un sistema de cambio fijo. Muchas economías de mercado emergentes han optado por intervenir en los mercados para mantener sus tipos de cambio frente a las monedas del G-3 dentro de un intervalo relativamente estrecho. Las causas de la intervención de las autoridades en los mercados cambiarios podrían oscilar entre la preocupación por la volatilidad del tipo de cambio, el interés por mantener la competitividad en el exterior y el deseo de mitigar el efecto de las fluctuaciones de las divisas sobre otros objetivos de la política económica nacional como el mantenimiento de una inflación reducida y estable, un crecimiento equilibrado y la estabilidad financiera. Además, el hecho de que las economías no pertenecientes al G-3 hayan acumulado grandes reservas internacionales proporciona un mecanismo de retroalimentación a través del cual las políticas de los países emergentes pueden afectar al G-3. En la mayoría de los casos, esos países han utilizado los beneficios obtenidos para adquirir activos denominados en dólares, como por ejemplo bonos del Tesoro estadounidenses. Es posible que esto haya dado lugar a unos tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos más bajos de lo que podría haberse esperado de no haberse producido esa actividad compradora, aunque es difícil

Transmisión a través de los canales de tipos de cambio

encontrar pruebas sólidas que avalen esta hipótesis (véase el Capítulo VI). Por supuesto, los países no pertenecientes al G-3 no han sido los únicos en utilizar este tipo de política, ya que Japón también lo ha hecho.

Lecciones extraídas de experiencias pasadas

Las similitudes entre los actuales sistemas cambiarios internacionales y los regímenes cambiarios internacionales más formales que se utilizaron en el pasado, como el patrón oro o el sistema de Bretton Woods, sugiere que lo aprendido de estas experiencias puede resultar de utilidad en el presente. El patrón oro, por ejemplo, funcionó bien mientras las principales economías siguieron políticas monetarias y fiscales creíbles compatibles en su mayor parte con la constelación de tipos de cambio. Si aparecían desequilibrios, bien fluía el oro para equilibrar el sistema o bien los bancos centrales dominantes incrementaban su endeudamiento extranjero para amortiguar los ciclos económicos. Sin embargo, ambos sistemas llegaron a ser vulnerables a los realineamientos y acabaron por hundirse cuando los tipos de cambio dejaron de ser compatibles con las variables fundamentales macroeconómicas. En efecto, los correspondientes ajustes del factor trabajo y de los precios a escala nacional necesarios para mantener en marcha los sistemas existentes se consideraron demasiado costosos.

Consecuencias para la política monetaria

¿Cuáles son las principales consecuencias para la actual política monetaria? Si los bancos centrales del G-3 mantienen sus políticas monetarias expansivas y otros países se muestran reacios a aceptar ajustes al alza de sus tipos de cambio nominales, los bancos centrales de las economías no pertenecientes al G-3 tendrían un incentivo para utilizar políticas monetarias más expansivas que las que seguirían en otras circunstancias. Esto podría manifestarse probablemente de una de las dos formas posibles. Una sería que los bancos centrales rebajaran los tipos de interés oficiales. La otra posibilidad sería que llevaran a cabo intervenciones esterilizadas, como ya han hecho algunos de ellos. A pesar de que estas medidas podrían contribuir a frenar la apreciación de sus monedas si se llevan a cabo con éxito, podrían no evitar un incremento de la inflación o una excesiva fluctuación de los precios de los activos a medio plazo. El dilema al que se enfrentan las autoridades monetarias es si merece la pena correr estos riesgos a más largo plazo para poder disfrutar las ventajas de un crecimiento más fuerte a corto plazo.

Vulnerabilidades financieras

Además, en el caso de que un rápido incremento de la liquidez mundial provocara una acumulación de desequilibrios financieros en distintas partes del mundo, aumentaría la vulnerabilidad de muchas posiciones financieras ante una subida de los tipos de interés a corto plazo. De hecho, hay muestras de que la reciente concesión de préstamos a economías de mercado emergentes se ha llevado a cabo en ocasiones de una forma demasiado indiscriminada. Afortunadamente, comparado con episodios anteriores, estas economías generalmente han adoptado medidas para fortalecer sus estructuras financieras y su liquidez. Al mismo tiempo, los consiguientes ajustes no siempre resultan completamente suaves.

Pueden ser necesarios ajustes monetarios

Diversos ajustes podrían mitigar la acumulación excesiva de liquidez a escala internacional, en caso de juzgarse significativas las consecuencias de dicha acumulación. Si las economías no pertenecientes al G-3 fueran las que llevaran el peso del ajuste, tendrían que aceptar una apreciación de su moneda

o la imposición de controles al capital. Por el contrario, si fueran las economías del G-3 las encargadas de soportar la carga del ajuste, sería necesario aplicar políticas monetarias nacionales algo más restrictivas. Un enfoque más completo podría implicar que tanto las economías del G-3 como las que no pertenecen a este grupo se comprometieran simplemente a establecer un marco internacional creíble para una fijación más flexible de los tipos de cambio, tal y como se recomendó recientemente en una conferencia de Ministros de Hacienda y Gobernadores de bancos centrales de los países del G-7. En la práctica, sin embargo, es probable que para ello se precise también algún tipo de acuerdo sobre política macroeconómica. Los países asiáticos, por ejemplo, podrían mostrarse reticentes a aceptar una apreciación de sus monedas si creyeran que el déficit fiscal estadounidense y las reducidas tasas de ahorro en ese país están detrás de los muchos y preocupantes desequilibrios.

### La comunicación de la política monetaria

Durante el periodo analizado, quedó de manifiesto la importancia de una comunicación clara de las políticas monetarias. El consenso es general en cuanto a que una buena política de comunicación puede reforzar la independencia institucional de los bancos centrales así como mejorar la eficacia de la política monetaria. Esto ayuda a entender por qué durante la última década se ha producido una tendencia hacia una comunicación más clara por parte de los bancos centrales. Al mismo tiempo, también está claro que no existe una única solución a la hora de diseñar buenas estrategias de comunicación, pues los diferentes bancos centrales se enfrentan a distintas cortapisas a la hora de intentar matizar sus mensajes. Es probable que estas limitaciones sigan planteando retos a los bancos centrales cuando estudien futuros cambios para sus políticas de comunicación.

Una comunicación clara es esencial para la política monetaria

#### *La importancia de una buena comunicación*

Una comunicación clara tiene una importancia vital en el marco de la política institucional de un banco central, ya que es un medio para que los bancos centrales sean transparentes, responsables y creíbles. Estas tres dimensiones están interrelacionadas y se refuerzan mutuamente si se dan las circunstancias apropiadas.

Una buena comunicación favorece ...

Una mayor transparencia de la política monetaria puede mejorar la responsabilización y la credibilidad del banco central, al tiempo que puede reducir la incertidumbre sobre sus objetivos, estrategias y decisiones. Por su parte, una comunicación clara es esencial para incrementar la transparencia. Sin embargo, es importante destacar que un aumento de la información no implica necesariamente una mayor transparencia; en ocasiones, la información adicional puede dar una falsa sensación de precisión o simplemente abrumar a sus receptores. Por ello, los responsables de la política monetaria han de determinar qué información puede reflejar mejor sus opiniones y cuál es la forma más adecuada de comunicarlas al público.

... la transparencia ...

... la asunción de responsabilidades ...

La transparencia y la asunción de responsabilidad están estrechamente relacionadas. Para responsabilizarse de sus actos, un banco central debe explicar claramente lo que hace y por qué lo hace. La importancia de la asunción de responsabilidad trasciende sin embargo los estrechos límites de la estabilización de la inflación y el producto. Dada la repercusión potencial, tanto positiva como negativa, de la política monetaria sobre el bienestar económico, los bancos centrales tienen la obligación de responder de sus actos ante los Gobiernos así como ante el público en general. Cuando un banco central da cuenta de sus actos, está fomentando la confianza y ofreciendo una contrapartida natural a la independencia operativa de la que goza. Además, los estudios realizados en el pasado confirman la existencia de una relación positiva entre la independencia operativa de los bancos centrales y la consecución de unos niveles de inflación y de producción que mejoran el bienestar.

... y la credibilidad

De forma similar, una mayor transparencia puede contribuir a incrementar la credibilidad. En última instancia, los bancos centrales consiguen credibilidad cuando fomentan condiciones que contribuyen a la obtención de los mejores resultados económicos. Sin embargo, es posible obtener credibilidad de una forma más rápida si se proporciona al público información suficiente para que pueda evaluar tanto la coherencia de los planes de la política monetaria y su ejecución como la relación entre las políticas y los objetivos del banco central.

Una comunicación clara mejora la eficacia de la política ...

Una comunicación clara puede también mejorar la eficacia de la política monetaria. La experiencia de las tres últimas décadas demuestra que, en materia de política monetaria, las expectativas del sector privado tienen una incidencia significativa en la transmisión de la política monetaria. Así por ejemplo, con unas expectativas bien asentadas, la economía puede reaccionar mejor ante problemas transitorios de la oferta y la demanda, al tiempo que se reduce la necesidad de llevar a cabo ajustes anticíclicos que, en entornos menos transparentes, podrían incrementar la volatilidad. De ahí se desprende que los bancos centrales pueden alcanzar más fácilmente sus objetivos fijando los tipos de interés oficiales a corto plazo de una forma apropiada e intentando modelar las expectativas públicas para que refuercen su política. Por el contrario, si el sector privado malinterpreta las medidas monetarias, es poco probable que la política monetaria consiga alcanzar los resultados previstos.

... complementando así las medidas tomadas ...

... y reduciendo la volatilidad macroeconómica

Una de las formas en las que un banco central puede contribuir a estabilizar la economía es reduciendo la incertidumbre del sector privado sobre el marco de su política. Sin embargo, en el pasado los bancos centrales solían considerar que la retención de información sobre sus decisiones e intenciones constituía una ventaja estratégica. Se abogaba por el secretismo del banco central en la creencia de que las medidas de política monetaria podrían ser más eficaces si el público no las anticipaba. Con el tiempo, esta creencia fue sustituida por la convicción de que las políticas que se explican claramente al público eliminan una fuente adicional de incertidumbre en la toma de decisiones del sector privado. Estructuralmente, el rápido desarrollo y la creciente importancia de los mercados financieros a la hora de transmitir la política monetaria han contribuido a este cambio, dado que los precios

de los activos y los rendimientos son extremadamente sensibles a las expectativas sobre las medidas adoptadas por la política monetaria.

Aunque normalmente se dice que las palabras se las lleva el viento, en lo que respecta a la comunicación de un banco central, las palabras pueden tener mayor peso que los hechos si el banco central goza de buena reputación por cumplir lo que promete. El año pasado ha traído consigo buenos ejemplos de los beneficios que reporta una comunicación más transparente. Las preocupaciones sobre los desequilibrios financieros en el Reino Unido y en Australia, por ejemplo, llevaron a los mercados a descontar unos tipos de interés a largo plazo más elevados antes de que se produjeran cambios en la política monetaria, debido a que los bancos centrales estaban dejando entrever sus propósitos. En cierto sentido, aclarar sus intenciones sobre sus políticas futuras fue una forma de restricción monetaria verbal, por cuanto que las expectativas del sector privado se tradujeron en un comportamiento prospectivo que contribuyó a alcanzar una política más restrictiva que la que se habría producido en caso contrario.

#### *Tendencias hacia una mayor apertura*

En general, los bancos centrales se muestran actualmente bastante abiertos en lo que respecta a la mayoría de los aspectos de la política monetaria (en el Cuadro IV.1 se resumen brevemente las prácticas de comunicación actuales). Aun corriendo el riesgo de simplificar en exceso, estas prácticas pueden dividirse a grandes rasgos en dos grupos: medidas para mejorar la eficacia de la política monetaria y medidas para mejorar la asunción de responsabilidad por parte del banco central. La primera categoría se puede dividir a su vez en dos ámbitos: comunicación de las decisiones de política monetaria y comunicación de la evaluación que hace el banco central sobre la coyuntura económica.

Los bancos  
centrales son ahora  
más abiertos ...

Como puede verse en el cuadro, existe una considerable uniformidad entre los distintos bancos centrales en determinados aspectos de las estrategias destinadas a mejorar la transparencia de las decisiones de política monetaria, como la adopción de objetivos explícitos a corto plazo para sus instrumentos y el anuncio público de las decisiones monetarias (por ejemplo, mediante comunicados de prensa). Además, en la actualidad la mayor parte de los bancos centrales publican periódicamente sus opiniones detalladas sobre el estado actual y futuro de la economía. Sin embargo, el consenso es menor en lo relativo al cómo y al cuándo explicar las decisiones de política monetaria. Por ejemplo, no todos los bancos centrales publican las actas de sus reuniones y, cuando lo hacen, el tiempo que transcurre hasta la publicación de las mismas varía.

#### *Análisis retrospectivo*

Teniendo en cuenta que los cambios de las políticas de comunicación que se han producido durante la última década han mejorado la claridad con que se transmiten las intenciones de los bancos centrales, los tipos de interés oficiales deberían ser, en ausencia de otros cambios, más predecibles. Un análisis retrospectivo sustenta en general esta hipótesis.

... y su política es  
más previsible

Información que facilitan los bancos centrales									
	G-3			Países con objetivos de inflación explícitos					
	US	BCE	JP	GB	CA	NZ	AU	SE	CH
Responsabilización									
Objetivos de inflación cuantitativos <sup>1</sup>	No	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Responde ante el poder legislativo <sup>2</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Decisiones de política monetaria									
Anuncio inmediato de las decisiones	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí <sup>3</sup>	Sí
Ruedas de prensa	No	Sí	Sí	No	No	Sí	No	Sí	Sí <sup>4</sup>
Comunicados de prensa	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Publicación de actas <sup>5</sup>	Sí	No	Sí	Sí	.	.	No	Sí	No
Publicación del escrutinio de las votaciones	Sí	No	Sí	Sí	.	.	No	Sí	No
Evaluaciones económicas									
Informes sobre política monetaria	S <sup>6</sup>	M	M	T	T	T	T	T	T
Publicación de previsiones	S	S	S	T	T	T	T	T	S
Evaluaciones cuantitativas de riesgos	No	No	No	Sí	No	No	No	Sí	No

AU = Australia; CA = Canadá; CH = Suiza; GB = Reino Unido; JP = Japón; NZ = Nueva Zelandia; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

M = mensualmente; T = trimestralmente; S = semestralmente.

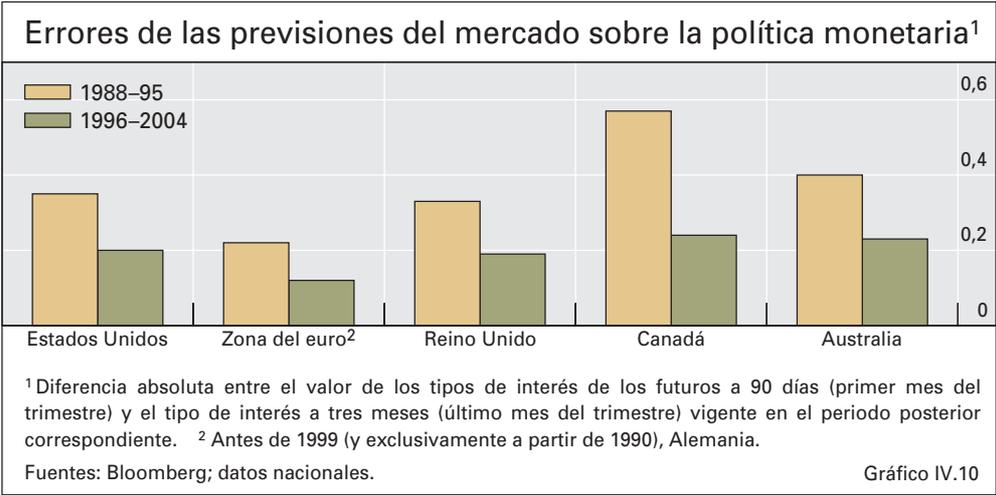
<sup>1</sup> El BCE y Suiza: definición de estabilidad de precios; Reino Unido: objetivo de inflación puntual; Canadá y Suecia: objetivo de inflación puntual con intervalo de tolerancia; Nueva Zelandia: intervalo de inflación objetivo; Australia: intervalo objetivo para la inflación media a medio plazo. <sup>2</sup> Estados Unidos: informes/comparecencias ante el Congreso; BCE: informes/comparecencias ante instituciones europeas; Japón y Canadá: informes/comparecencias ante el Parlamento; Reino Unido: informes a la Comisión del Tesoro; Nueva Zelandia: informes/comparecencias ante el poder legislativo; Australia: informes al Parlamento/comparecencias ante la Comisión de la Cámara de Representantes; Suecia: informes/comparecencias ante el Parlamento (Comisión Financiera); Suiza: no existe obligación legal, pero se redactan informes periódicos dirigidos a comisiones parlamentarias. <sup>3</sup> Se publica un comunicado de prensa el día siguiente a la decisión del Directorio Ejecutivo. <sup>4</sup> Tras los análisis de la política monetaria de junio y diciembre. <sup>5</sup> Retraso de la publicación: Estados Unidos (entre cinco y ocho semanas); Japón (un mes); Reino Unido (13 días); Suecia (dos semanas). <sup>6</sup> *Monetary Policy Report* se publica semestralmente; el *Beige Book* se publica ocho veces al año.

Fuente: Bancos centrales. Cuadro IV.1

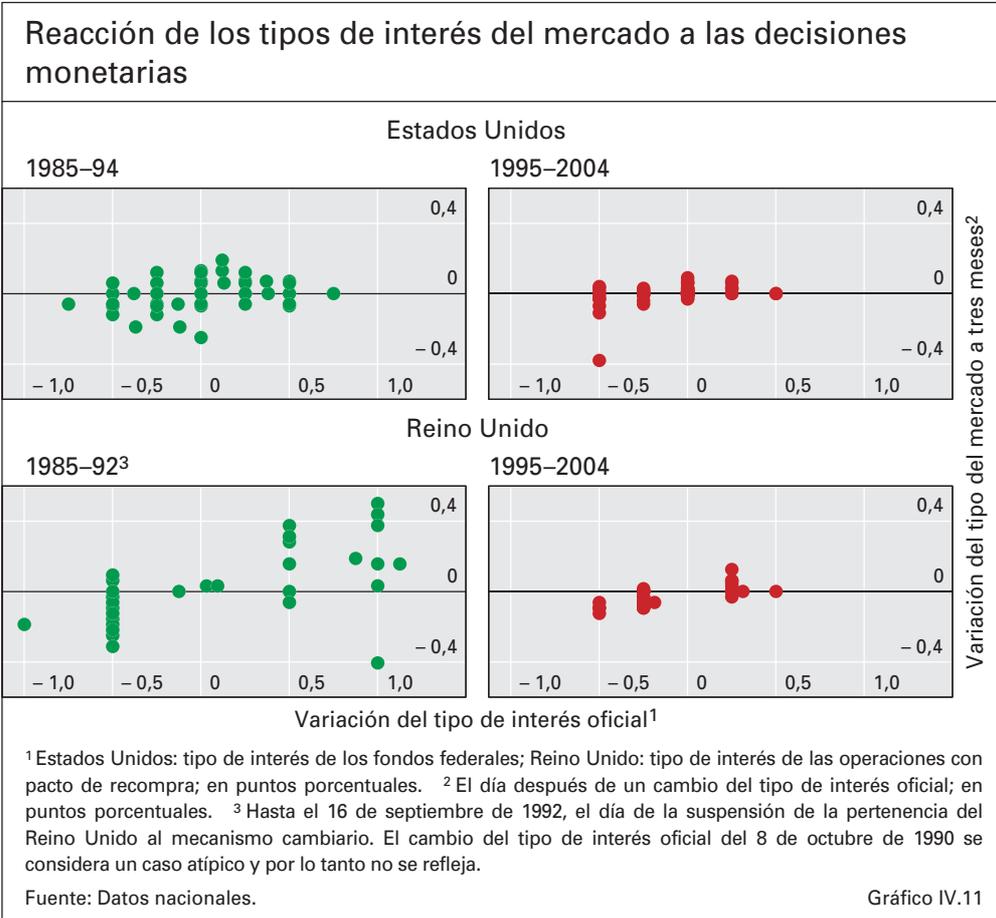
La mayor previsibilidad de los tipos de interés queda demostrada por dos pruebas concretas. En primer lugar, la media de los errores de las predicciones de los tipos de interés a corto plazo se ha reducido desde mediados de la década de los 90, según se aprecia en el tipo de interés implícito en los mercados de futuros (véase el Gráfico IV.10). En segundo lugar, la reacción de los tipos de interés de mercado ante la fijación de los tipos de interés oficiales apunta hacia esa misma conclusión. El Gráfico IV.11 muestra que los tipos de interés del mercado monetario a tres meses han reaccionado en menor medida ante los anuncios de política monetaria desde 1995, lo que parece indicar que los mercados han previsto mejor las decisiones monetarias.

La comunicación es recíproca

Si bien es cierto que una mejor comunicación puede haber hecho que las actuaciones del banco central sean más previsibles, es importante reconocer que las estrategias de comunicación de los bancos centrales permiten un flujo



de comunicación recíproco. Los bancos centrales proporcionan información sobre las actuaciones de la política monetaria y sobre sus intenciones para el futuro, ante la que reacciona el sector privado haciendo saber al banco central cómo se está acogiendo la información sobre política monetaria. En cierta medida, lo esencial para una buena política de comunicación es que el banco central y el sector privado terminen coincidiendo en sus opiniones; de ser así, es probable que se fomente un entorno en el que se puedan obtener los mejores resultados económicos. Sin embargo, habrá ocasiones en las que los



mercados financieros indiquen a los responsables de la política monetaria que su opinión acerca de la evolución probable de la política monetaria es distinta de la que sostienen los responsables de las mismas. En esos momentos críticos en los que los mercados pierden el rumbo, el banco central podría optar por encauzarlos de nuevo. Además, un pequeño empujón por parte de un banco central transparente se suele considerar preferible a unos cambios de rumbo rotundos por parte de un banco central opaco. Por supuesto, en esas circunstancias, los responsables de la política monetaria también tendrán que reflexionar seriamente sobre si la opinión de los mercados acerca de la política más apropiada para el futuro no puede ser más acertada que la suya propia. Estaríamos así ante una comunicación verdaderamente recíproca.

#### *Diferentes estrategias de comunicación*

No existe una  
única solución,  
a causa de ...

A pesar de que los bancos centrales han mostrado una tendencia común hacia una mayor transparencia en la mayor parte de los aspectos de la política monetaria, nadie debería sorprenderse al comprobar que persisten diferencias significativas. La historia, el público y los problemas económicos de cada banco central ayudan a la hora de determinar la mejor política de comunicación para cada uno de ellos. En este sentido, no existe una única solución que sirva para todos.

... la historia ...

En primer lugar, para los bancos centrales con una larga trayectoria, que cuentan con un marco político y una forma de reaccionar ante acontecimientos económicos que el público puede deducir razonablemente, es posible que una comunicación explícita no sea tan importante como lo es para los bancos centrales que actúan bajo regímenes menos establecidos. Se podría afirmar que el largo historial de la Reserva Federal, y especialmente las acciones del FOMC durante aproximadamente la última década, proporcionan considerable información sobre la política monetaria que se aplicará en el futuro en Estados Unidos. Por el contrario, el BCE, como institución de reciente creación, así como los países industrializados de menor tamaño con nuevos regímenes basados en objetivos explícitos de inflación, podrían enfrentarse a una exigencia de información más exhaustiva sobre el marco de sus políticas monetarias.

... el público ...

En segundo lugar, los distintos bancos centrales se enfrentan a diferentes necesidades de información. En cierta medida, esto se debe a que el público al que se dirigen principalmente difiere en los distintos países. Por ejemplo, en los países en los que los mercados financieros juegan un papel relativamente importante para la transmisión de la política monetaria (como Estados Unidos), los responsables de la política monetaria pueden tener que centrarse en garantizar que los mercados financieros tengan fácil acceso a la información susceptible de influir en gran medida en los precios de los activos. Por el contrario, es posible que esta información sea menos esencial en los países en los que los sistemas de intermediación financiera están más dominados por los bancos. En ese caso, el banco central podría dedicarse más al público en general, para que quede convencido del compromiso del primero con la estabilidad de precios y pueda adoptar sus decisiones a largo plazo sobre trabajo, ahorro e inversiones.

En tercer lugar, las circunstancias coyunturales propias de cada país también pueden exigir unas prácticas de comunicación diferentes para cada banco central. Por ejemplo, el Banco de Japón ha reaccionado ante un entorno deflacionario facilitando información detallada sobre sus políticas monetarias no convencionales y, de cara al futuro, sobre el momento en el que podría poner fin a las mismas. Aunque en menor medida, el pasado año la Reserva Federal consideró necesario detallar las estrategias monetarias que podría aplicar en caso de producirse una deflación no deseada. Ante un conjunto de circunstancias distintas, el Banco de Inglaterra, por ejemplo, ha consagrado mayores esfuerzos a explicar sus opciones monetarias ante incrementos potencialmente insostenibles de los precios de la vivienda.

... y circunstancias coyunturales

### *Retos para la comunicación*

La historia ha demostrado que los bancos centrales trabajan para mejorar continuamente sus estrategias de comunicación. Asimismo, aprenden los unos de los otros, tal y como ha quedado patente en la tendencia hacia la utilización de marcos con objetivos explícitos de inflación por parte de la mayoría de los bancos centrales del mundo. Para avanzar en esta línea, resulta esencial descubrir nuevas modalidades de comunicación y mejorar las estrategias actuales. Aunque pueda parecer sencillo, las estrategias de comunicación de los bancos centrales se enfrentan a distintos tipos de limitaciones prácticas.

Es importante seguir avanzando, pero ...

Incluso si los bancos centrales desean en principio divulgar más información, es posible que existan buenas razones de orden práctico para no hacerlo. Aparte de la lógica imposibilidad de publicar información privada, algo que podría enfriar el flujo de ese tipo de información hacia las autoridades monetarias en el futuro, la mejora de la comunicación no está exenta de costes. Una comunicación clara exige tiempo, dinero y recursos del banco central. Si se somete a un sobrio análisis en términos de costes y beneficios, es posible que la publicación de determinados tipos de información resulte simplemente ineficiente. Además, un debate franco y sin restricciones repercute en favor de las deliberaciones en las reuniones de los órganos rectores, algo que podría verse afectado negativamente por un exceso de apertura, con la retransmisión de las reuniones o la publicación de las transcripciones completas de las actas con la mayor brevedad posible. De forma similar, el aumento de la transparencia sobre las deliberaciones en materia de política monetaria y el escrutinio de los votos, entre otros, podrían hacer que los medios de comunicación dramatizaran las diferencias de opinión entre los responsables de las políticas, lo que a su vez podría politizar las discusiones internas sobre política monetaria. Todas estas preocupaciones sugieren que los bancos centrales deben sopesar con cuidado qué información facilitan.

... será costoso ...

... y demasiada apertura puede desanimar el debate

Otra cuestión crucial versa sobre la mejor manera en la que el banco central puede hacer llegar su mensaje al público con claridad. Hay varios factores que complican este asunto. En primer lugar, el lenguaje utilizado puede ser impreciso de por sí y está sujeto a diversas interpretaciones, sobre todo cuando las autoridades monetarias sienten la necesidad de transmitir

Las restricciones inherentes surgen ...

... del lenguaje utilizado ...

un mensaje conciso. Un ejemplo de ello son los recientes cambios realizados en el comunicado de prensa posterior a las reuniones del FOMC. Desde mediados de 1999, el Comité indicaba un “sesgo”, junto con su objetivo para el tipo de interés oficial, que proporcionaba una indicación acerca de las desviaciones probables con respecto al objetivo hasta la próxima reunión. Sin embargo, los mercados financieros no llegaban a comprender bien su significado. Por ello, en febrero de 2000, la declaración sobre el sesgo fue reemplazada por una declaración sobre el “equilibrio de riesgos”. Con este concepto se quería indicar la opinión del FOMC sobre la evolución probable de la inflación y el producto para un horizonte que iba más allá de la siguiente reunión monetaria. Por otra parte, en su empeño por realizar una declaración breve, el Comité se ha visto obligado a escoger sus palabras con cuidado para describir lo mejor posible sus opiniones. La experiencia durante el periodo analizado sugiere que incluso una ligera modificación de la declaración sobre el equilibrio de riesgos puede provocar una reacción de gran alcance en los mercados, en ocasiones no deseada. Realizar una declaración más extensa, con un mayor énfasis en las condiciones en las que se tomarían determinadas medidas monetarias, podría parecer la alternativa más obvia, pero sin duda tardaría más en llegar al público tras la conclusión de una reunión del FOMC. Asimismo, podría incrementar indebidamente la sensibilidad de los mercados a la evolución económica.

... de la dificultad de describir todas las contingencias ...

En segundo lugar, aunque intenten ser claros y predecibles en circunstancias normales, los bancos centrales pueden no considerar factible o deseable describir todas las posibles eventualidades y lo que harían en respuesta a las mismas. Esto se debe, en parte, a la imposibilidad de conocer la naturaleza exacta de los acontecimientos hasta que se producen y, por otra parte, al temor a que el debate sobre contingencias extremas pueda influir indebidamente en el público y alterar los mercados. Además, las dificultades pueden ser reflejo de una realidad: que el público no está dispuesto o no es capaz de digerir en su totalidad análisis complejos e informaciones voluminosas en materia de política monetaria.

... y de los posibles conflictos con la credibilidad

Por último, dado que un punto central de las estrategias de comunicación es la credibilidad, se plantea la paradoja de si un banco central puede parecer demasiado creíble. Un banco central puede experimentar la “maldición del ganador”, es decir, puede darse una situación en la que goce de tanta credibilidad que el público conceda más importancia a sus declaraciones de lo que el propio banco pretendía. Este problema puede ser especialmente grave cuando las autoridades monetarias realizan declaraciones sobre posibilidades muy remotas y el público las magnifica. En ese entorno, revelar demasiada información puede acabar perjudicando la credibilidad del banco central. De forma similar, si los mercados se limitan a aceptar la evaluación sobre la futura evolución de la política que realiza el banco central, podría ponerse en peligro la comunicación recíproca anteriormente mencionada.

La recompensa de una mejor comunicación puede ser muy sustanciosa, pero, si nos guiamos por lo acontecido en el pasado, es muy probable que para conseguir estas ventajas se requiera un trabajo cuidadoso y prudente, para el que no existen soluciones rápidas.

## V. Los mercados de divisas

### Aspectos más destacados

La amplia y continuada depreciación del dólar estadounidense fue la característica más destacada de los mercados de divisas durante 2003 y los primeros meses de 2004. El dólar se depreció de forma señalada frente al euro y otras divisas con tipo de cambio flotante. Su pérdida de valor fue especialmente acusada frente a la libra esterlina y los dólares australiano, canadiense y neozelandés. En cambio, su depreciación frente al yen y las monedas de economías emergentes asiáticas fue limitada. Entre febrero y mediados de mayo de 2004, la tendencia bajista del dólar estadounidense se invirtió parcialmente.

Tres factores parecen haber sido los principales determinantes de la evolución de los tipos de cambio en el periodo analizado. En primer lugar, la atención de los agentes económicos se centró en la ampliación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y en los cambios en la composición de su financiación como causa fundamental de la depreciación de la divisa de ese país. En segundo lugar, en un entorno de abundante liquidez internacional y de indefinición de la tendencia en los mercados de renta variable, los diferenciales de los tipos de interés siguieron determinando en gran medida la fluctuación de las divisas. La búsqueda de rentabilidad se tradujo con frecuencia en el recurso a estrategias de *carry trade*. En tercer lugar, la inusitada intervención del Ministerio de Hacienda japonés y la abultada acumulación de reservas por varios bancos centrales de Asia contuvieron la depreciación del dólar frente a las divisas de ese continente. Como en años anteriores, la política cambiaria de las autoridades monetarias chinas concitó la atención de los mercados.

El papel que han desempeñado el desequilibrio exterior estadounidense y la acumulación de reservas oficiales de divisas en Asia se analiza de forma más detenida en la segunda parte de este capítulo. Un análisis empírico de los flujos financieros relacionados con los ajustes de la balanza por cuenta corriente desde mediados de la década de los 70 revela cambios de tendencia significativos en varias categorías de flujos de capital durante estos episodios. No obstante, si se analiza la coyuntura de Estados Unidos alrededor de 1987 a la luz de las condiciones actuales, que son algo diferentes, puede concluirse que no se puede predecir con certeza la pauta que seguirá el ajuste del actual desequilibrio exterior estadounidense, en especial dada la influencia que tienen en la actualidad los flujos de capital del sector público. Si bien es cierto que los factores que tradicionalmente determinan las reservas oficiales explican en cierta medida la acumulación de reservas observada en Asia, existen también ciertos indicios de un cambio en los motivos que subyacen a la acumulación de reservas de los dos últimos años.

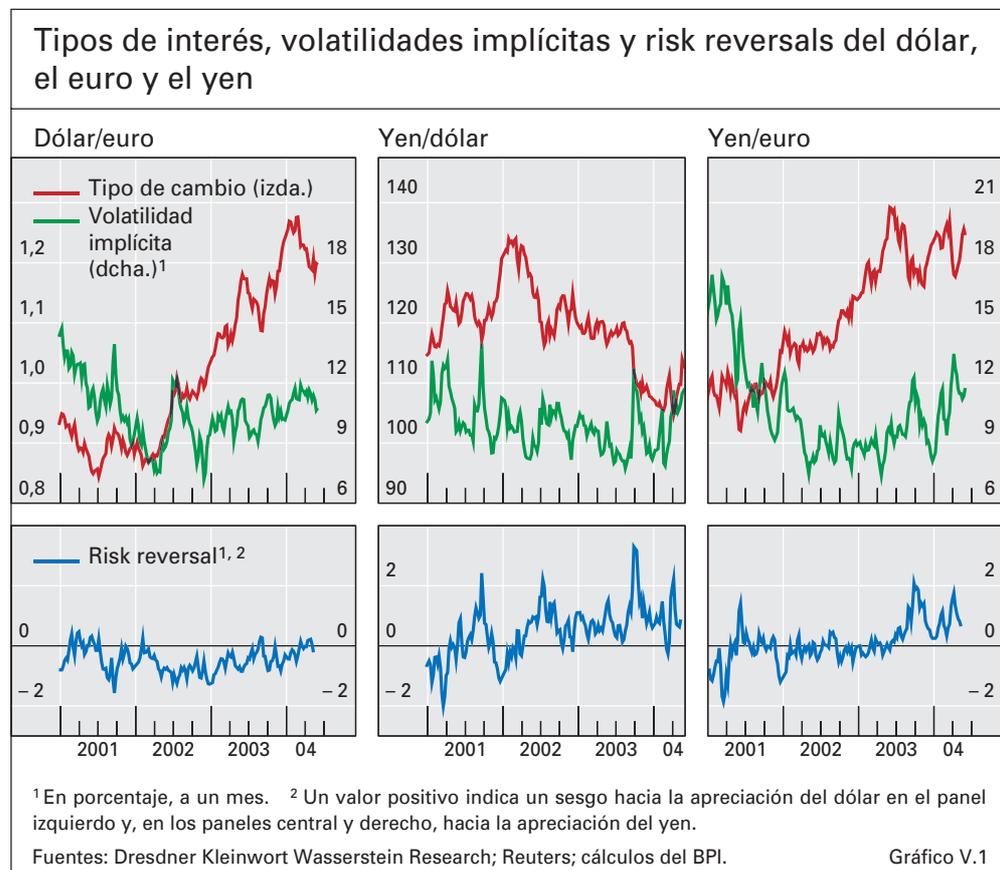
En el periodo analizado, los mercados de divisas se caracterizaron por una actividad inusualmente intensa, promovida fundamentalmente por posturas especulativas. Una notable excepción fue el mercado yen/dólar, cuya liquidez parece haber disminuido.

### Evolución de los tipos de cambio: los hechos

La depreciación general del dólar ...

El amplio movimiento de depreciación del dólar, que se había iniciado en enero de 2002, se prolongó hasta principios de 2004, momento en que la divisa estadounidense comenzó a recuperar parte del terreno cedido (véase el Gráfico V.1). Entre su máximo de enero de 2002 y su mínimo de febrero de 2004, el dólar perdió un 22% de su valor en términos efectivos nominales. En el mismo periodo, el euro avanzó un 12%, mientras que el yen se apreció aproximadamente un 6%. Entre mediados de febrero y mediados de mayo, el dólar recuperó un 6% de su valor, el euro se depreció un 2% y el yen descendió un 4% en términos efectivos nominales.

El retroceso del dólar frente al euro en el periodo comprendido entre enero de 2002 y febrero de 2004 fue del 43%, alcanzado la divisa europea el 17 de febrero del año en curso su máxima cotización desde su creación, al situarse en 1,29 dólares. En dicho periodo, el dólar se depreció también con respecto a otras monedas de cambio flotante, sobre todo frente a la libra esterlina (30%) y a los dólares australiano (51%), canadiense (20%) y neozelandés (64%) (véase el Gráfico V.2). Varias divisas de economías



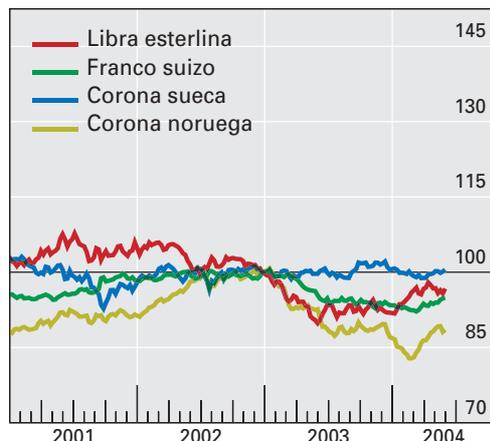
## Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, base: final 2002 = 100

Frente al dólar de EEUU



Frente al euro



Nota: Un ascenso indica una apreciación.

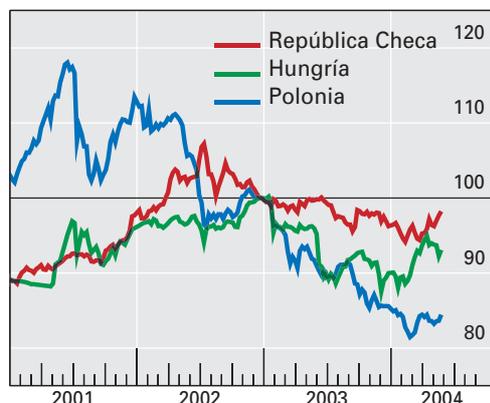
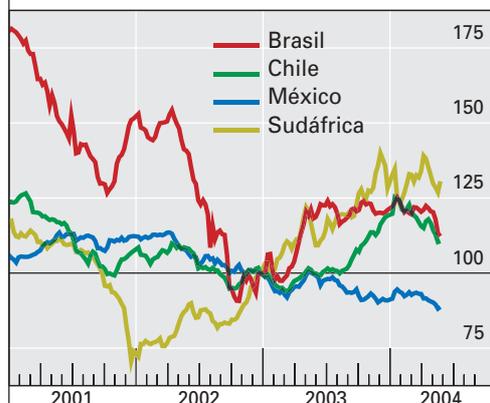
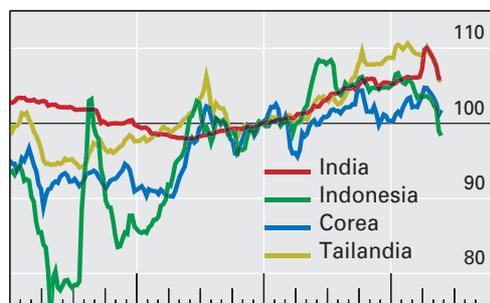
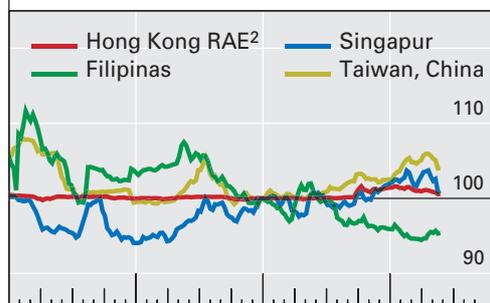
Fuente: Datos nacionales.

Gráfico V.2

de mercado emergentes (en especial el real, el rand y el peso chileno) se anotaron también avances sustanciales frente al dólar (véase el Gráfico V.3). La apreciación de todas estas monedas se tornó menos uniforme hacia los

## Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes<sup>1</sup>

Medias semanales, base: final 2002 = 100



<sup>1</sup> Frente al dólar de EEUU (para las monedas del panel inferior derecho, frente al euro); un ascenso indica una apreciación frente al dólar (euro). Panel inferior izquierdo: escala comprimida. <sup>2</sup> Tipo de cambio a plazo a 12 meses.

Fuentes: BCE; Bloomberg; Datastream.

Gráfico V.3

meses de julio y agosto de 2003, al reaccionar los agentes del mercado ante distintos cambios de los tipos de interés oficiales y previstos.

... se invirtió parcialmente a partir de febrero de 2004

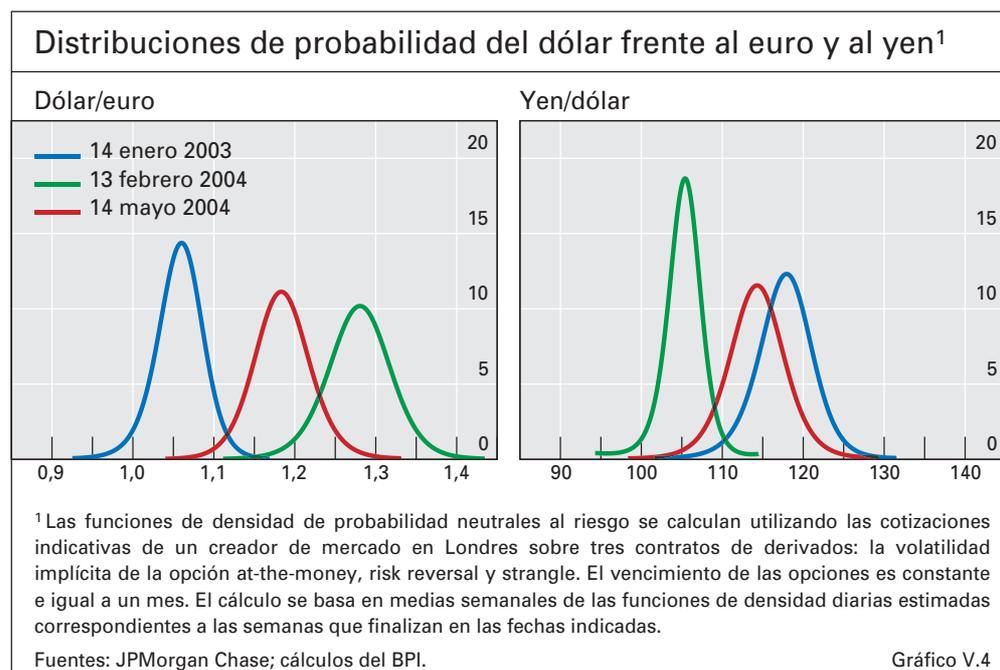
Entre mediados de febrero y mediados de marzo de 2004, la tendencia bajista del dólar estadounidense se invirtió parcialmente. El dólar alcanzó su mínimo coincidiendo con comentarios oficiales sobre la excesiva volatilidad de la reciente evolución de los tipos de cambio. La consiguiente apreciación del dólar frente al euro rondó el 6%. Movimientos similares frente al dólar estadounidense exhibieron la libra esterlina (-8%) y el dólar canadiense (-6%), cediendo asimismo los dólares australiano y neozelandés un 14% y 15% respectivamente.

Limitada apreciación de las divisas asiáticas frente al dólar

Las principales excepciones a la pauta general de firme apreciación frente al dólar estadounidense hasta febrero de 2004 fueron el yen y la mayor parte de las monedas de economías de mercado emergentes asiáticas. Varias de ellas, como el renminbi y el dólar de Hong Kong, tienen vinculado su cambio al dólar estadounidense, pero incluso entre las monedas no vinculadas, la apreciación en ese periodo fue considerablemente más moderada que, por ejemplo, la del euro o la libra esterlina.

Significativo cambio de opinión en el mercado

La inversión en la tendencia del dólar estuvo acompañada de visibles cambios de opinión en el mercado. Durante la mayor parte de 2003, las expectativas de los agentes económicos sobre el tipo de cambio futuro de la moneda estadounidense, medidas por la media de las funciones de densidad de probabilidad neutrales al riesgo, siguieron empeorando. Además, la opinión del mercado sobre las probabilidades de un refuerzo o debilitamiento mucho mayores del dólar, medidas por el sesgo de dichas funciones de densidad, se desplazó notoriamente hacia un dólar débil (véase el Gráfico V.4). Esta pauta quedó especialmente de manifiesto en el mercado del cambio dólar/euro. Las expectativas, sin embargo, empezaron a cambiar a principios de 2004. Entre febrero y mediados de mayo, los precios de las opciones indicaban una actitud hacia el dólar menos pesimista. El sesgo previo



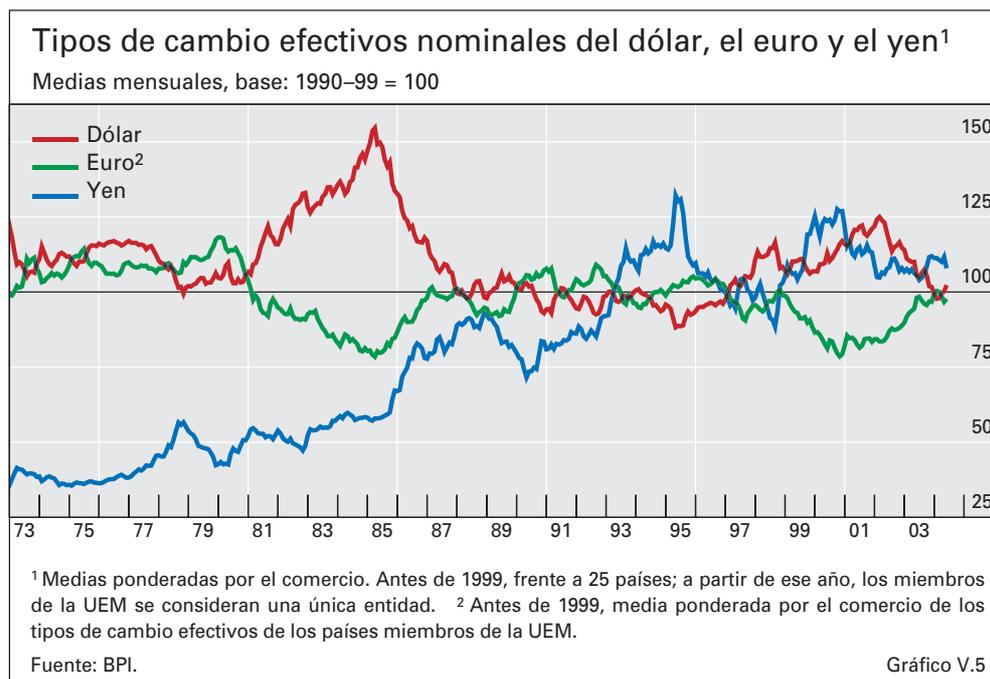
prácticamente desapareció, al considerar el mercado que tanto la apreciación como la depreciación sustanciales del dólar resultaban igual de probables.

Según los agentes del mercado, esta evolución de las relaciones cambiarias se produjo en un contexto caracterizado por dos notables cambios en el mercado de divisas. En primer lugar, el volumen de negocio experimentó un fuerte incremento generalizado, prolongando así la tendencia iniciada a principios de 2001. Este incremento parece haber estado dirigido en gran medida por el aumento de la actividad por parte de inversionistas apalancados. Destacó, en especial, la mayor actividad de los fondos de cobertura macro, cuyas estrategias se basan en opiniones sobre variables fundamentales como los diferenciales de tipos de interés, y también la de los llamados “*momentum investors*”, inversionistas especializados en seguir la dinámica de los precios de los activos para identificar oportunidades de batir las expectativas de revalorización del mercado. También se registró una actividad mucho mayor por parte de los inversionistas institucionales y gestores de tesorería de las empresas. El incremento más destacado en el volumen de negocio quizás se produjo en el mercado del cambio dólar/euro. Aparentemente, las condiciones de liquidez en la mayor parte de los mercados de divisas apenas cambiaron en el periodo, permaneciendo la liquidez en general muy elevada. En segundo lugar, los operadores han apuntado que el mercado yen/dólar en 2003, a diferencia del resto de grandes segmentos del mercado, se caracterizó tanto por un descenso de la actividad como por un menor nivel de liquidez, reflejados en los menores volúmenes de negocio y en el estrechamiento de las bandas de cotización intradía. Estos cambios se consideraron relacionados con el riesgo bidireccional que introdujeron en este mercado las intervenciones oficiales sistemáticas.

Dos cambios dignos de mención en las condiciones del mercado

Pese a las amplias fluctuaciones de los tipos de cambio a lo largo del periodo, desde una perspectiva a más largo plazo merecen mención dos aspectos. En primer lugar, en términos efectivos nominales, las tres divisas

La perspectiva a más largo plazo



principales rondan en estos momentos muy de cerca sus promedios de los años 90 (véase el Gráfico V.5). En segundo lugar, la depreciación del dólar entre enero de 2002 y febrero de 2004 fue mucho menor que la fuerte corrección de mediados de la década de los 80, cuando la moneda estadounidense perdió aproximadamente el 50% de su valor frente al yen y frente al marco alemán, tras un periodo de excesiva subida en la primera mitad de la década.

## Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes

Tres factores determinaron principalmente la evolución de los tipos de cambio

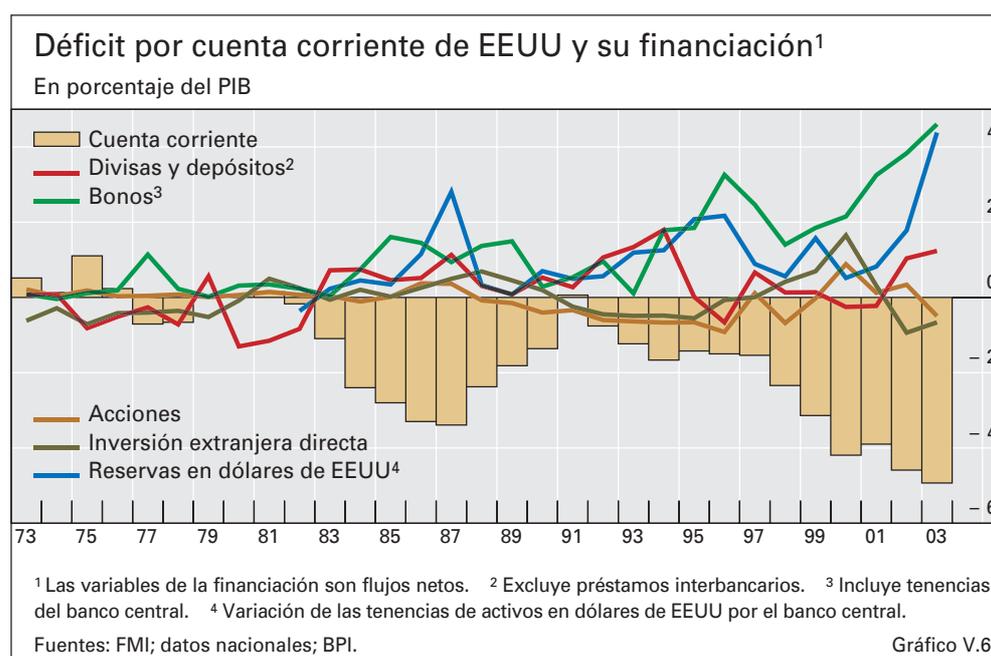
La evolución general de los tipos de cambio en el periodo analizado pareció responder a tres factores principales: el desequilibrio exterior de Estados Unidos, los diferenciales de tipos de interés y las políticas cambiarias en Asia.

### *El déficit por cuenta corriente estadounidense*

Hasta febrero de 2004, la atención de los mercados se centró en el déficit por cuenta corriente estadounidense

Al igual que en 2002, el principal factor que determinó la amplia depreciación del dólar concluida en febrero de 2004 fue la atención que prestaron los agentes económicos al creciente déficit por cuenta corriente estadounidense. En 2003, el déficit alcanzó el 5% del PIB estadounidense (véase el Gráfico V.6) y los pasivos internacionales netos de ese país llegaron a representar el 25% de su PIB. Aun así, el incremento de los pasivos internacionales no constituyó una carga significativa para Estados Unidos, ya que los rendimientos percibidos por los activos internacionales estadounidenses superaron a los abonados por los pasivos de ese país. Por lo tanto, los flujos netos de renta siguieron siendo positivos.

Cabe afirmar que el desequilibrio exterior estadounidense afectó al dólar sobre todo a través de su incidencia en la opinión general del mercado, pues se generalizó la idea de que era precisa una depreciación de esta moneda.



Dos cuestiones relacionadas generaron estas expectativas. En primer lugar, dado que el déficit fiscal estadounidense seguía acrecentándose, parecía probable que la necesidad de financiar un voluminoso déficit por cuenta corriente persistiera más allá de lo inicialmente anticipado. Además, los desequilibrios externos se achacaban cada vez más a un ahorro nacional insuficiente y no tanto a los altos niveles de inversión productiva. En segundo lugar, los cambios en la composición de los flujos financieros hacia Estados Unidos (un menor porcentaje de flujos privados y, dentro de éstos, un descenso del correspondiente a la participación de la inversión en renta variable y de la inversión extranjera directa) indicaban que el sector privado empezaba a mostrarse menos dispuesto a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense (véase el Gráfico V.6).

Importancia decisiva reviste la forma en que podría concretarse el ajuste del desequilibrio exterior estadounidense. Aunque en los dos últimos años ya se han modificado en parte los tipos de cambios y los flujos de capital, el proceso ha sido gradual. Es importante discernir si se mantendrán estas condiciones o si cabe un ajuste brusco de los flujos de inversión, lo que podría perturbar los mercados financieros. Una forma de dilucidar esta cuestión es analizar la naturaleza de los flujos de capital en episodios anteriores de ajuste de la balanza por cuenta corriente (véase más adelante).

#### *Diferenciales de tipos de interés*

El segundo factor determinante de la evolución de los tipos de cambio fueron los diferenciales de tipos de interés. La correlación entre las fluctuaciones de las divisas y los diferenciales de tipos de interés corrientes y esperados quedó patente en numerosas economías (véase el Cuadro V.1). En las economías del G-3, la apreciación del euro frente al dólar y al yen entre enero de 2002 y febrero de 2004 se apoyó en que la zona del euro contaba con los tipos

Los diferenciales de tipos de interés afectaron a los movimientos de capitales y a los tipos de cambio

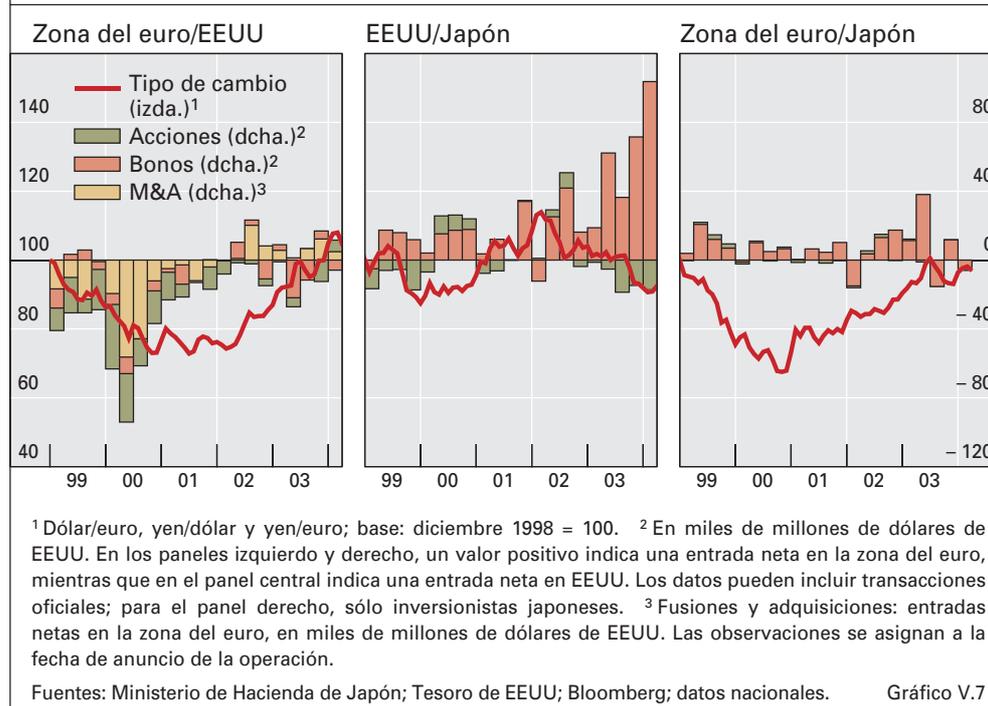
Tipos de cambio y diferenciales entre los tipos de interés								
	Dólar <sup>1</sup>		Euro <sup>1</sup>		Diferencial del tipo de interés frente a			
					tipos de interés de EEUU <sup>2</sup>		tipos de interés zona del euro <sup>2</sup>	
	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04	Ene 02– med. feb 04	Med. feb 04–med. may 04
Nueva Zelanda	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australia	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Suecia	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Zona del euro	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Suiza	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Reino Unido	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Noruega	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Japón	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Canadá	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

<sup>1</sup> Variación porcentual acumulada; un valor positivo indica una depreciación frente al dólar (euro). <sup>2</sup> Utilizando tipos de interés a tres meses.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro V.1

## Movimientos de inversión de cartera entre las tres principales regiones económicas



de interés más altos, atrayendo en consecuencia el capital en busca de rentabilidad (véase el Gráfico V.7). Los tipos de interés relativamente altos y en ascenso del Reino Unido contribuyeron a la apreciación de la libra esterlina frente al dólar y al yen.

La incidencia de los diferenciales de tipos de interés fue bien palpable en los mercados de los dólares australiano y neozelandés, y en menor medida, del canadiense (véase el Gráfico V.2), tradicionalmente también sensibles a los precios de las materias primas. Hasta principios de 2004, las tres monedas avanzaron significativamente frente al dólar estadounidense. Con todo, la apreciación de los dólares australiano y neozelandés respecto del euro fue moderada, pese a los ventajosos diferenciales de tipos de interés y al incremento del 39% en los precios de las materias primas. El dólar canadiense llegó incluso a depreciarse frente al euro, a pesar de tener rendimientos similares y de redundar en su beneficio el encarecimiento de las materias primas.

La búsqueda internacional de rentabilidad y los diferenciales de tipos de interés fueron también relevantes para los tipos de cambio de varias monedas de economías de mercado emergentes. En un contexto de financiación barata, reflejada en los bajos tipos de interés a corto plazo (véase el Capítulo IV), y de alta tolerancia al riesgo, como revelan los estrechos diferenciales crediticios y la vigorosa emisión de deuda en los países emergentes (véase el Capítulo VI), las monedas de las economías de mercado emergentes con un diferencial de tipos de interés positivo tendieron a apreciarse frente al dólar. Ejemplos dignos de mención son el peso chileno, que ganó casi un 9% entre principios de 2002 y principios de 2004, el rand, que se revalorizó aproximadamente

un 44%, y el real, que se apreció a pesar de algunos acontecimientos nacionales negativos.

Como ocurrió el año anterior, las estrategias de *carry trade* fueron un mecanismo muy socorrido para los inversionistas en busca de rentabilidad. Estas operaciones consisten en endeudarse en una moneda poco rentable para financiar la inversión en otra de alta rentabilidad. A lo largo del periodo analizado, estas estrategias fueron utilizadas no sólo por grandes fondos de cobertura, también llamados de gestión alternativa (*hedge funds*), que aplican estrategias macro y por asesores en operaciones de futuros sobre materias primas (*commodity trading advisers*), sino que también hicieron uso de ellas algunos inversionistas institucionales y entidades no financieras. Las tres principales monedas de financiación habrían sido el dólar estadounidense, el yen y el franco suizo, invirtiéndose los fondos prestados principalmente en libras esterlinas, en dólares australianos, canadienses y neozelandeses, así como en varias monedas de economías de mercado emergentes.

Al moderarse la tendencia alcista generalizada frente al dólar estadounidense a principios de 2004 e invertirse incluso después parcialmente, la influencia de los diferenciales de tipos de interés se tornó más compleja. Cuando el mercado reconsideró la probabilidad de un cambio en los tipos de interés oficiales de varios países, disminuyó la importancia de dichos diferenciales como factor determinante de las fluctuaciones de los tipos de cambio, al tiempo que aumentó la importancia de las expectativas sobre los diferenciales futuros (véase el Capítulo IV). El euro se depreció de forma notable desde su máximo de febrero de 2004, al adelantar los mercados sus expectativas de subida de los tipos de interés estadounidenses ante los buenos datos de empleo e inflación registrados en Estados Unidos y empezar a considerar más probable una relajación de los tipos de interés de la zona del euro. Además, al incrementar el coste esperado de la financiación en dólares estadounidenses, las nuevas expectativas sobre el momento en que se producirían cambios en la política monetaria en Estados Unidos restaron no poco atractivo a las operaciones de *carry trade* con dólares australianos y neozelandeses, contribuyendo así a una acusada depreciación de estas monedas frente al dólar estadounidense. El dólar canadiense y las coronas noruega y sueca también retrocedieron tras recortarse los tipos de interés oficiales de estos países y aguardar los mercados una relajación monetaria adicional. Como consecuencia, la refinanciación de las posiciones de *carry trade* resultó menos rentable. El franco suizo se apreció frente al euro al anticipar los operadores una subida de los tipos de interés en Suiza y empezar a deshacer las operaciones de *carry trade* que utilizaban el franco suizo como divisa de financiación. Sin embargo, la fluctuación del dólar estadounidense frente al yen fue menos pronunciada debido a los persistentes indicios de recuperación de la economía japonesa (véase el Capítulo II).

### *Políticas cambiarias en Asia*

Un tercer factor significativo que afectó a los tipos de cambio fue el elevado volumen de intervención en el mercado de divisas en comparación con lo que

Las estrategias de *carry trade* fueron una inversión muy popular

Cambio de tendencia a principios de 2004 al modificarse las expectativas sobre política monetaria

Las políticas cambiarias fueron esenciales en Asia

ha sido habitual en el pasado, sobre todo en Asia (véase el Cuadro V.2). Estas actividades contribuyeron a aliviar la presión alcista sobre las monedas de la región, suscitando sin embargo cuestiones de mayor calado sobre su incidencia en el ajuste de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente en todo el mundo (véase más adelante). Debido a su magnitud en términos absolutos, las políticas intervencionistas de Japón y China concitaron especial atención.

Amplia  
intervención  
en el mercado de  
divisas en Japón

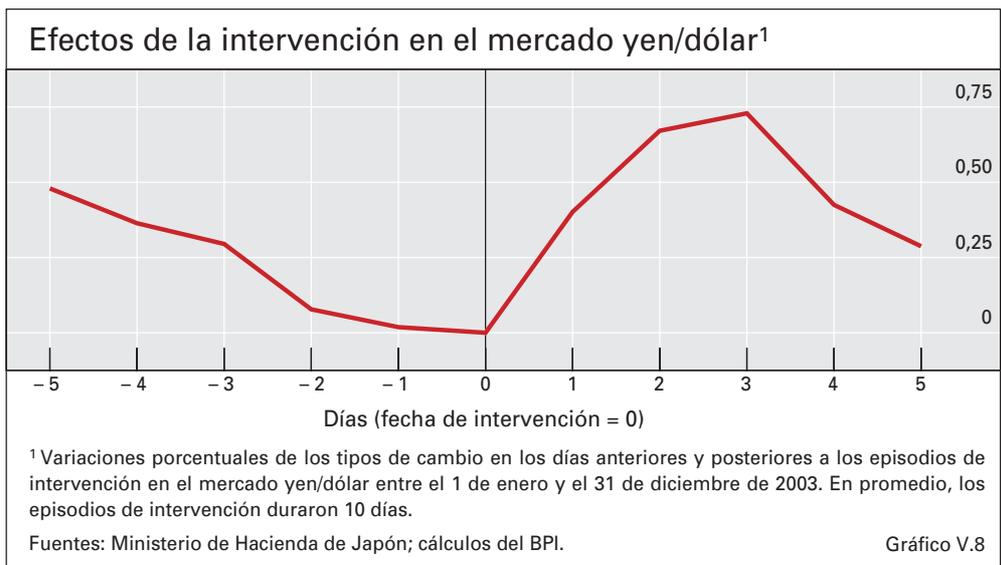
En Japón, el Ministerio de Hacienda adquirió activos estadounidenses por valor de 316 mil millones de dólares entre enero de 2003 y marzo de 2004, un importe muy superior al destinado a la adquisición de activos extranjeros en años anteriores. Además, los datos del Ministerio de Hacienda demuestran

Variaciones anuales de las reservas oficiales de divisas							
En miles de millones de dólares de EEUU							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	<i>Pro memoria: Cantidades a final de 2003</i>
	A tipos de cambio vigentes						
Total	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3.010,9
Países industrializados	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1.103,6
Estados Unidos	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Zona del euro	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Japón	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1.208,1
China	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Filipinas	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Hong Kong RAE	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
India	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Malasia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Tailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
Taiwan, China	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
América Latina <sup>1</sup>	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brasil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Chile	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
México	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
ECO <sup>2</sup>	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	A tipos de cambio constantes <sup>3</sup>						
Total	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3.029,8
Reservas en dólares	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2.092,7
Reservas en otras monedas	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

<sup>1</sup> Países mencionados, además de Colombia, Perú y Venezuela. <sup>2</sup> Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia. <sup>3</sup> Cifras parcialmente estimadas; valoraciones a los tipos de cambio de final de periodo.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro V.2



que las autoridades japonesas entraron en el mercado con mayor frecuencia y durante periodos más largos que en el pasado. A cada intervención en el mercado de cambios le siguió una notable reacción del yen, lo que sugiere que la política intervencionista resultó eficaz, al menos en el corto plazo (véase el Gráfico V.8). Este resultado pudo haber estado relacionado con la percepción, por parte de los agentes económicos, de un cambio de estrategia de las autoridades japonesas, que al parecer estaban instrumentando una política muy intervencionista para generar una sensación de riesgo bidireccional en el mercado.

En China, las autoridades monetarias acumularon cuantiosas reservas en dólares para tratar de mantener el tipo de cambio prefijado con esa moneda. Si bien se mantuvo la vinculación monetaria, se produjeron episodios de presiones alcistas en el mercado de divisas a plazo con liquidación por diferencias (NDF, del inglés *non-delivery forward*) (véase el Gráfico V.9). Esto da una idea de la opinión del mercado sobre la probabilidad de que el banco central modificase su política cambiaria. En ocasiones, el dólar de Hong Kong soportó presiones similares, atravesando

Las autoridades monetarias chinas fueron el centro de atención



en diciembre de 2003 un breve periodo de inusual volatilidad en el mercado de contado.

En Corea, la India y Taiwan (China), las reservas en dólares también aumentaron de forma considerable, debido a que las autoridades intervinieron masivamente para limitar la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense y, por consiguiente, frente al renminbi.

## La financiación de los desequilibrios externos y la función de las reservas de divisas

Durante el periodo analizado, los cambios en la composición de los flujos de capital privado dirigidos hacia Estados Unidos y el nuevo incremento del porcentaje de flujos oficiales indicaron que los inversionistas privados estaban menos dispuestos a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense. Esto plantea dos interrogantes. En primer lugar, cabe preguntarse si los cambios de tendencia de los flujos financieros privados y la relación entre flujos privados y públicos ayudan a predecir el inicio de un ajuste de la balanza por cuenta corriente. En segundo lugar, hay que entender cómo se comportan los flujos de capital una vez iniciado el ajuste del déficit por cuenta corriente. En especial, es necesario discernir qué probabilidades hay de que se produzcan cambios bruscos de los flujos de capital, que podrían tener un efecto perturbador sobre los mercados financieros. A continuación se analizan ambas cuestiones, examinándose las pautas que han seguido los flujos financieros privados y el porcentaje de flujos públicos en 28 episodios históricos de ajustes significativos de la balanza por cuenta corriente.

### *La financiación de los déficit por cuenta corriente en países industrializados desde 1973*

Episodios históricos de ajuste de la balanza por cuenta corriente

Los 28 episodios de ajustes sustanciales y duraderos de la balanza por cuenta corriente en países industrializados desde 1973 (véase el Cuadro V.3) compartieron dos características principales. La primera es que, en promedio, el déficit por cuenta corriente de un país tendía a revertir cuando se aproximaba a niveles cercanos al 4–5% del PIB. La segunda es que el proceso de ajuste estaba normalmente asociado a una depreciación de la moneda nacional, así como a una acusada desaceleración del crecimiento económico. En líneas generales, el mecanismo por el que se invirtió el déficit por cuenta corriente estadounidense en la segunda mitad de los años 80 siguió ese patrón.

Pocas pruebas de cambios sistemáticos en la tendencia de los flujos financieros antes de los ajustes ...

El análisis de las pautas de los flujos financieros sugiere que éstos poseen escasa capacidad de predicción sobre el momento o las características de los ajustes de la balanza por cuenta corriente. Así queda de relieve cuando se estudian, para cada uno de dichos episodios, los valores medios de cada categoría de flujos financieros en el quinquenio precedente a cada mínimo de la balanza por cuenta corriente (véase el Gráfico V.10). Aun cuando el comportamiento de algunos tipos de flujos financieros varió en términos medios durante ese intervalo, apenas hay pruebas que apunten a cambios sistemáticos de tendencia inmediatamente antes de iniciarse el

Flujos financieros y ajustes de la cuenta corriente	
	Porcentaje de episodios en los que el flujo de financiación cambió en consonancia con el ajuste de la cuenta corriente
Instrumentos nacionales de deuda en manos de no residentes	89
Préstamos de no residentes a residentes	78
No residentes: tenencias de moneda y depósitos nacionales	58
Residentes: tenencias de divisas y depósitos en el extranjero	70
Inversión directa del extranjero	36
Inversión directa en el extranjero	35
Reservas	68

Nota: Un ajuste de la cuenta corriente viene definido por tres condiciones: (i) el déficit por cuenta corriente debe ser superior al 2% del PIB antes del ajuste; (ii) el déficit medio debe disminuir al menos en un 2% del PIB a lo largo de tres años y haberse reducido al menos en un tercio; (iii) el mayor déficit registrado en los cinco años siguientes al máximo no debe ser más elevado que el déficit más reducido registrado en los tres años anteriores al máximo. El cuadro cubre 28 episodios de ajuste de la cuenta corriente observados durante el periodo 1974–2002: Australia (1989, 1999); Austria (1977, 1980); Bélgica (1981); Canadá (1981, 1993); Dinamarca (1986); España (1976, 1981, 1991); Estados Unidos (1987); Finlandia (1991); Francia (1982); Grecia (1985); Irlanda (1981); Italia (1974, 1981, 1992); Noruega (1977, 1986); Nueva Zelandia (1984); Portugal (1981, 2000); Reino Unido (1974, 1989); Suecia (1980, 1992).

Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; estimaciones del BPI. Cuadro V.3

ajuste de la balanza por cuenta corriente, ni siquiera en el caso de los flujos oficiales. La única excepción la representan las posiciones en moneda nacional y depósitos de no residentes, que normalmente tocaban techo un año antes de iniciarse el ajuste. Habida cuenta de estos datos, puede que las variaciones en la composición de los flujos financieros dirigidos hacia Estados Unidos observados durante el pasado año no ofrezcan mucha información sobre el momento en el que se producirá el ajuste de la balanza por cuenta corriente estadounidense.

En cambio, en lo que respecta a los cambios de tendencia de los flujos financieros simultáneos a la corrección del déficit por cuenta corriente, los 28 episodios históricos comparten características comunes muy interesantes. En primer lugar, los flujos más volátiles, a los que suelen afectar sobre todo los diferenciales de tipos de interés, fueron en general los que experimentaron un mayor ajuste. En concreto, las posiciones en moneda y depósitos nacionales y en valores de deuda, tras aumentar al hacerlo el déficit por cuenta corriente, caían acentuadamente durante la corrección (véase el Cuadro V.3). Aunque tanto las entradas como las salidas de inversión extranjera directa (IED), que son más estables, siguieron una pauta similar, la magnitud de su variación fue menor. Por su parte, los flujos de inversión de cartera en capital social, que suelen tenerse por volátiles, no cambiaron mucho en promedio.

En segundo lugar, el ajuste estuvo dirigido en gran medida por el comportamiento de los sectores no residentes. Las tenencias de depósitos y deuda nacionales por extranjeros, así como los créditos otorgados por éstos

... pero identificación de algunas *durante* estos ajustes

## Ajustes de la cuenta corriente y flujos financieros

En porcentaje del PIB

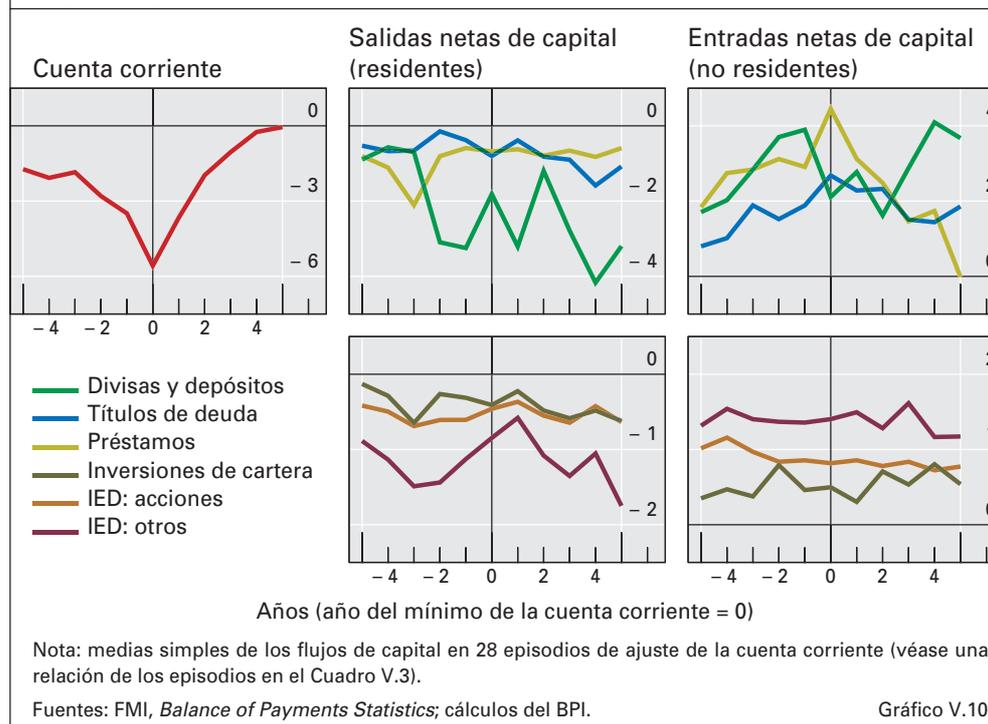
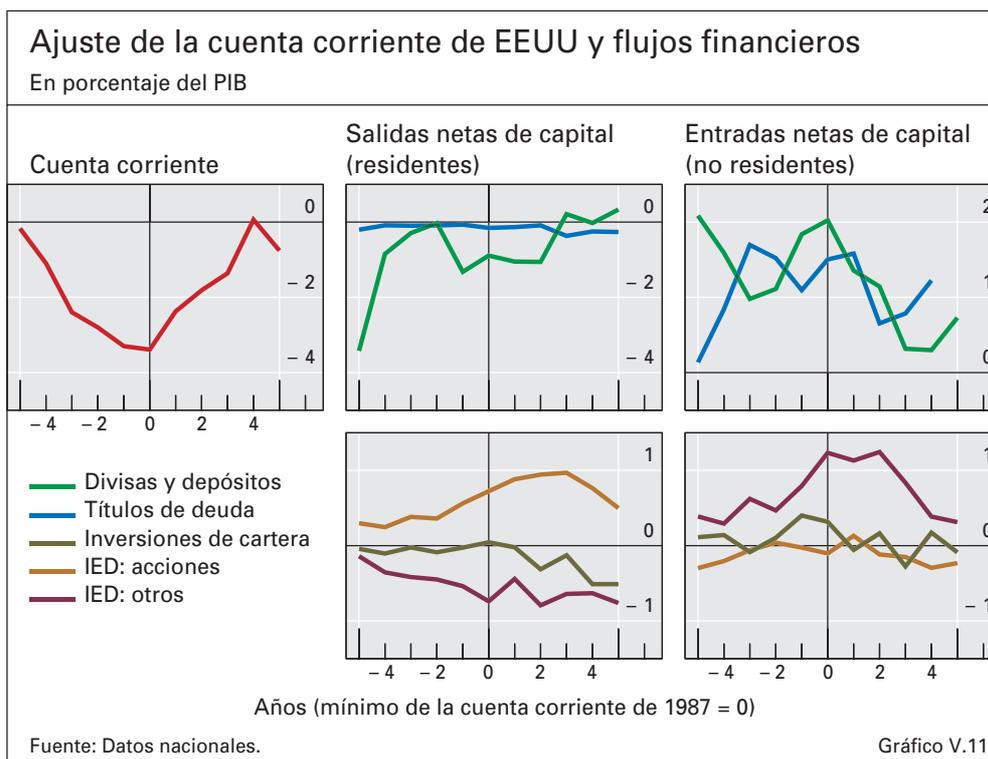


Gráfico V.10

a residentes nacionales, cambiaron de forma muy señalada durante los ajustes de la balanza por cuenta corriente. En general, estas categorías de flujos aumentaron antes de que el déficit alcanzase su punto de inflexión para a continuación tender a disminuir. En contraste, sólo una categoría de flujos financieros procedente de sectores residentes (a saber, los depósitos de residentes nacionales en entidades extranjeras) cambió de forma sistemática durante estos episodios.

En tercer lugar, los cambios en la financiación de la balanza por cuenta corriente se produjeron en su mayor parte en los flujos privados. Las reservas mantenidas por el país de origen también tendieron a presentar cambios, fundamentalmente como consecuencia de las intervenciones en el mercado de divisas para respaldar la divisa nacional o por efecto de las variaciones de los tipos de cambio. Sin embargo, es importante destacar que, salvo en Estados Unidos, en todos los países que registraron ajustes sustanciales en su balanza por cuenta corriente las adquisiciones de activos nacionales por entidades públicas extranjeras fueron poco significativas, por lo que no puede afirmarse que fueran determinantes en dichos ajustes.

Por último, en la mayoría de los casos, los cambios en la composición de los flujos financieros antes descritos se mantuvieron dentro de un orden. Una excepción notable fue el ajuste de la balanza por cuenta corriente de Suecia en 1992, que estuvo acompañado de una drástica retirada de moneda y depósitos nacionales por parte de residentes extranjeros, del orden del 10% del PIB, así como de una contracción igualmente intensa del crédito otorgado por extranjeros.



El comportamiento de los flujos financieros privados durante el cambio de signo del déficit por cuenta corriente estadounidense de mediados de la década de los 80 concuerda en varios aspectos con las pautas observadas en los episodios de ajuste de otros países (véase el Gráfico V.11). En primer lugar, las dos categorías de flujos financieros que cambiaron más visiblemente alrededor de 1987 fueron las posiciones en depósitos extranjeros (tanto de residentes como de no residentes) y en deuda estadounidense en poder de no residentes. Estos tipos de flujos tendieron a incrementarse antes de 1987 y cayeron durante los tres años siguientes. En segundo lugar, la IED del sector no residente también contribuyó al ajuste. Por último, los cambios de los flujos privados fueron moderados; la disminución de las entradas fue gradual y la variación acumulada entre 1987 y 1990 para cada categoría de flujos financieros no superó el 2% del PIB estadounidense.

Dicho esto, hay una importante diferencia entre Estados Unidos y los demás países industrializados. Dado que el dólar es la principal moneda de reserva internacional, los activos en dólares constituyen una parte significativa de los activos en divisas en las carteras de otros países. A diferencia del resto de países que experimentaron ajustes en su balanza por cuenta corriente, tanto durante la corrección del desequilibrio exterior estadounidense en 1987 como en la situación actual, las compras de activos en dólares (sobre todo de bonos) por entidades públicas extranjeras financiaron una parte considerable de la acumulación del déficit estadounidense (véase el Gráfico V.6). En ambos casos, las reservas oficiales en dólares registraron en un primer momento un notable incremento, al depreciarse el dólar bajo el lastre del creciente déficit. En el caso de 1987, el proceso de acumulación de reservas oficiales acabó invirtiéndose al

Similitudes entre Estados Unidos y otros países ...

... pero la función de las reservas oficiales difiere considerablemente

reducirse el superávit de la balanza por cuenta corriente estadounidense y disminuir la necesidad de financiación exterior. Considerados estos antecedentes, el fuerte incremento de reservas en dólares de los dos últimos años podría sembrar la duda de si el reciente déficit por cuenta corriente estadounidense no estaría a punto de corregirse.

Las políticas cambiarias actuales son muy distintas de las de mediados de los años 80

No obstante, por lo que respecta a los flujos financieros oficiales, la experiencia actual en Estados Unidos difiere significativamente de los años 80. A mediados de ese decenio, el dólar empezó a depreciarse tras un periodo de cotizaciones desorbitadas. En 1986 y 1987, las autoridades monetarias del G-7 realizaron un esfuerzo concertado para detener su vertiginosa caída que culminó en el Acuerdo del Louvre, suscrito en febrero de 1987. Resultado de lo anterior es que Japón, Alemania y otros países industrializados cuyas divisas mantenían un cambio flexible frente al dólar fueron los que principalmente acumularon reservas en dólares. La intervención coordinada concluyó cuando el dólar se estabilizó en niveles muy inferiores. Durante los últimos dos años, en cambio, la acumulación de reservas se ha debido a intervenciones unilaterales por parte de las autoridades de Japón y de varias economías de mercado emergentes de Asia, que fijaron un suelo para la caída del dólar, limitando con ello el ajuste de la balanza por cuenta corriente estadounidense. Sus políticas cambiarias no han sido coordinadas, sino más bien interdependientes.

#### *La función de las reservas de divisas*

Para entender mejor este tipo de intervención, resulta útil fijarse en el papel que desempeñan las reservas de divisas. ¿Cuál es el sentido de mantener divisas y cómo se explica el comportamiento actual? ¿Hasta qué punto la acumulación de reservas ha sido un fin en sí mismo o un resultado del afán por lograr el equilibrio interior o exterior? ¿Cómo afecta esto al sostenimiento de la financiación del déficit por cuenta corriente estadounidense? Las implicaciones de la acumulación de importantes volúmenes de reservas para el sistema financiero nacional se analizan en el Capítulo III.

En un régimen de tipos de cambio fijos, las reservas cumplen una función decisiva

En un sistema de tipos de cambio fijos, ya sea oficial o *de facto*, las reservas de divisas desempeñan un papel primordial. Las autoridades monetarias las utilizan para mantener un tipo de cambio prefijado para la moneda nacional cuando surgen presiones tendentes a su devaluación, por ejemplo, como consecuencia de salidas de capitales. De igual forma, el banco central acumula reservas para contener presiones alcistas sobre su moneda. Por tanto, en ausencia de controles de capital y de ajustes de tipos de interés, la cantidad de reservas acumulada viene determinada por las medidas adoptadas por las autoridades monetarias para mantener la vinculación del tipo de cambio. Ante salidas o entradas persistentes de capital, el tipo de interés podría utilizarse también como un instrumento de la política monetaria.

En un régimen de tipo de cambio flotante, el papel de las reservas está mucho menos claro, por lo que resulta útil distinguir dos casos. En el primer caso, las autoridades monetarias pueden proponerse un determinado volumen de reservas de divisas para alcanzar varios objetivos. Uno

fundamental es disponer de reservas suficientes para poder intervenir a fin de mantener la liquidez en el mercado de divisas. Esto reduce la volatilidad no deseada, al tiempo que permite un ajuste suave del tipo de cambio. Otro posible objetivo es crear un “escudo protector” que pueda mejorar la credibilidad de un país en los mercados financieros internacionales, contribuyendo así a reducir el riesgo de flujos de capital perturbadores. Cuanto mayor sea el riesgo de huidas de capital protagonizadas por residentes nacionales o de retiradas por parte de no residentes, más necesario será disponer de un colchón de reservas.

Con tipos de cambio flotantes, las reservas pueden ser un objetivo en sí mismo ...

En el segundo caso, se acumulan reservas como consecuencia indirecta de la intervención para estabilizar el tipo de cambio, de forma análoga a lo que ocurre en un régimen de tipo de cambio fijo. En este caso, la intervención podría proponerse alcanzar objetivos económicos externos o internos. El objetivo externo más habitual consiste en contrarrestar la apreciación de la moneda propia con el fin de mantener la competitividad del sector exportador y de los sectores nacionales que compiten con las importaciones del país; en este contexto, normalmente no se pondrían reparos a una tendencia bajista en su cotización. En cuanto a los objetivos internos, un banco central podría contrarrestar la presión alcista sobre su moneda con el fin de evitar efectos desinflationarios excesivos, por ejemplo, en un entorno de objetivos de inflación explícitos. La intervención podría utilizarse también para estabilizar el tipo de cambio y prevenir así consecuencias desfavorables para los balances nacionales.

... o una consecuencia indirecta de la intervención para alcanzar objetivos externos o internos

En el caso de países que desean mantener reservas como un objetivo en sí mismo, se han aplicado distintos criterios para estimar el nivel adecuado de éstas. Tradicionalmente, se ha utilizado como referencia la cobertura de las importaciones, de tal forma que las reservas deberían ser un múltiplo del valor de aquéllas. Este criterio es más pertinente cuando se trata de mitigar los problemas de liquidez típicos de una crisis de la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, desde la crisis asiática, los criterios para determinar el nivel adecuado de reservas han tendido a centrarse en la cuenta de capital. Se ha valorado más la cobertura de los flujos de la cuenta de capital que pueden invertirse rápidamente en épocas de crisis, como la deuda externa a corto plazo, donde existe el riesgo de que los acreedores extranjeros rechacen una reestructuración de créditos próximos al vencimiento. Un criterio alternativo que ayuda a atajar la vulnerabilidad de la cuenta de capital es mantener reservas en proporción a los agregados monetarios amplios, ya que de esa forma se recoge el riesgo de que los recursos líquidos en moneda nacional se conviertan a monedas extranjeras.

Criterios para determinar los niveles de reservas

Por lo general, es complicado precisar empíricamente el nivel óptimo de reservas de divisas. Sin embargo, el examen de la tasa de acumulación de reservas y de la volatilidad de los tipos de cambio durante los últimos cinco años, así como el de los distintos criterios utilizados para evaluar el nivel adecuado de reservas, pueden proyectar cierta luz sobre la importancia relativa de cada uno de los motivos que explican la constante intervención en los países asiáticos.

Pruebas sobre las distintas motivaciones para poseer reservas

A partir de las recientes tendencias de acumulación de reservas y de volatilidad de los tipos de cambio, es posible identificar, desde la crisis asiática, dos periodos con diferentes características. En los momentos inmediatamente posteriores a la crisis asiática (1998–2001), cuando el dólar se apreciaba frente a las principales divisas con tipo de cambio flotante, los tipos de cambio de la mayoría de las economías de mercado emergentes asiáticas fueron en general tan volátiles frente al dólar en términos efectivos nominales como los de las principales divisas con tipos de cambio flotantes (véase el Cuadro V.4). Puede afirmarse que, durante este periodo, los bancos centrales asiáticos aprovecharon las propicias condiciones del mercado para reponer sus reservas extranjeras desde los reducidos niveles que habían mantenido durante la crisis. Por lo tanto, la acumulación de reservas parecía constituir en gran medida un objetivo en sí mismo.

Por el contrario, durante los últimos dos años, al haberse trocado la tendencia del dólar estadounidense a apreciarse por otra de depreciación, la volatilidad de los tipos de cambio frente al dólar se ha reducido acusadamente en las economías emergentes asiáticas, siendo en la actualidad notablemente inferior a la de otras divisas con tipo de cambio flotante. Los tipos de cambio efectivos nominales también han tendido

Volatilidad de los tipos de cambio y variaciones de las reservas						
	Enero 1988–diciembre 2001			Enero 2002–febrero 2004		
	Volatilidad de los tipos de cambio <sup>1</sup>		Variación de las reservas <sup>2</sup>	Volatilidad de los tipos de cambio <sup>1</sup>		Variación de las reservas <sup>2</sup>
	Bilateral	Efectivo nominal		Bilateral	Efectivo nominal	
Australia	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Canadá	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Japón	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Noruega	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Nueva Zelandia	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Reino Unido	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
Suecia	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Suiza	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Zona del euro	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
China	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Corea	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Filipinas	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Hong Kong RAE	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
India	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonesia	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Malasia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Singapur	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Tailandia	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7
Taiwan, China	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2

<sup>1</sup> Desviación estándar de las variaciones porcentuales diarias anualizadas de los tipos de cambio durante el periodo indicado.  
<sup>2</sup> Variación acumulada para el periodo indicado, en miles de millones de dólares de EEUU.

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; datos nacionales; BPI.

Cuadro V.4

a la baja, al tiempo que ha ido incrementándose significativamente la acumulación de reservas. Un examen más minucioso indica que las tres razones para acumular reservas antes mencionadas pueden estar interviniendo en realidad de manera complementaria.

Los criterios aplicados para determinar el nivel adecuado de reservas proporcionan indicaciones discordantes sobre un eventual cambio en la índole de la acumulación de reservas durante los dos últimos años. En términos de cobertura de las importaciones, las reservas acumuladas en la mayor parte de los países asiáticos no han aumentado sustancialmente en dicho periodo (véase el Cuadro V.5). En cambio, las reservas expresadas en porcentaje de la liquidez interna han crecido en el mismo periodo un 40% o más en varios países. Además, en la mayoría de las economías de mercado emergentes de Asia, las reservas han aumentado apreciablemente con respecto a la deuda externa a corto plazo.

El cambio de tendencia registrado alrededor de 2002 en el comportamiento de la volatilidad del tipo de cambio y de las reservas con respecto al PIB, así como con respecto a la liquidez interna y a la deuda a corto plazo, concuerda también con la hipótesis de que la acumulación de reservas sea una consecuencia indirecta de medidas de intervención guiadas por objetivos externos. La volatilidad decreciente de las monedas de

Pruebas discordantes sobre los elevados niveles de reservas

La intervención es congruente con el equilibrio tanto interno como externo

Reservas oficiales de divisas y medidas de la suficiencia de las reservas									
	Reservas/importaciones <sup>1</sup>			Reservas/agregados monetarios amplios <sup>2</sup>			Reservas/deuda a corto plazo <sup>3</sup>		
	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003
Canadá	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australia	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Noruega	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Nueva Zelanda	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Suecia	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Suiza	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Reino Unido	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asia <sup>5</sup>	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Japón	7	11	20	4	6	11	400	299	235
China	9	11	12	11	11	15	373	738	1.300
Corea	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Filipinas	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Hong Kong RAE	4	6	6	19	23	24	37	127	170
India	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonesia	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Malasia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Singapur	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Tailandia	6	7	7	25	26	30	80	215	404
Taiwan, China	10	11	19	17	19	33	458	747	849

<sup>1</sup> Meses de las importaciones. <sup>2</sup> En porcentaje. <sup>3</sup> Títulos de deuda internacionales y pasivos internacionales de los bancos declarantes al BPI con un vencimiento inferior a un año. <sup>4</sup> Promedio del periodo. <sup>5</sup> Media ponderada de los países indicados basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2000.

Fuentes: FMI; estadísticas del BPI.

Cuadro V.5

los países vecinos de China podría explicarse en parte por el deseo de éstos de resistirse a las presiones alcistas de sus monedas frente al renminbi, con el fin de proteger la competitividad de sus exportaciones, algo que ha implicado también cierta estabilidad frente al dólar.

Al mismo tiempo, durante los dos últimos años, la intervención de las autoridades monetarias asiáticas en el mercado de divisas no ha sido incongruente con los objetivos de equilibrio interno de la política monetaria. En la mayoría de países con objetivos de inflación explícitos, la inflación real se ha mantenido dentro de los intervalos prefijados o han rondado su objetivo. En Japón, se han acumulado reservas en buena medida como consecuencia de una estrategia para contrarrestar presiones deflacionistas. En China, sin necesariamente contravenir los objetivos de su política monetaria, la acumulación de reservas ha reflejado la preocupación por el grado de flexibilidad del sistema financiero nacional en caso de que se adoptara un régimen cambiario más flexible.

Tres escenarios  
alternativos

En el futuro, los bancos centrales asiáticos podrían continuar plantando cara a las presiones alcistas sobre sus divisas, en cuyo caso, la acumulación de reservas en dólares resultante proporcionaría una importante fuente de financiación para el desequilibrio exterior estadounidense. Con todo, cabe el riesgo de que esta fuente de flujos de capital disminuya, lo que podría suceder en varios escenarios alternativos.

Una posibilidad sería que el dólar estadounidense continuara inmerso en su espiral alcista. En este caso, se intensificaría el incentivo para relajar la vinculación de las divisas asiáticas al dólar, disminuyendo así la necesidad de acumular reservas en dólares estadounidenses para mantener la estabilidad cambiaria. Un ejemplo de un cambio de este tipo se produjo entre 1999 y 2001, cuando las fluctuaciones de varias divisas asiáticas tendieron a estar un poco menos correlacionadas con las del alcista dólar estadounidense y algo más con las del yen. Sin embargo, la apreciación del dólar estadounidense que se produciría en este supuesto sugeriría que la ausencia de una financiación asiática del déficit por cuenta corriente estadounidense podría no ser un problema, ya que la subida del dólar tendería a estar asociada a con una mayor disposición del sector privado a invertir en activos en dólares estadounidenses. Es posible que, en este escenario, el déficit por cuenta corriente estadounidense tendiera a ampliarse aún más y el proceso de ajuste volviera a postergarse.

Otro escenario se produciría si los bancos centrales asiáticos decidieran reducir su exposición a activos en dólares cuando el dólar volviera a encontrarse sometido a presiones bajistas. Resulta difícil calibrar la probabilidad de que se produzca una situación de ese tipo. Por una parte, dicha actuación de los bancos centrales conduciría a una depreciación adicional del dólar y posiblemente a un incremento de los rendimientos en instrumentos denominados en esa moneda. En ese caso, habría dos fuerzas que agravarían la pérdida de capital de los activos en dólares que mantienen los bancos centrales. Por otra parte, algún banco central podría decidir liquidar sus posiciones antes de que una salida de capital más generalizada provocara caídas de los precios.

En un tercer supuesto, desaparecería la presión alcista sobre las monedas asiáticas. Si las economías de Asia sufrieran una perturbación que provocara una salida de capitales de la región o una merma en el caudal de capital entrante, la presión bajista sobre las monedas asiáticas —y especialmente sobre el renminbi— eliminaría la necesidad de acumular nuevas reservas en dólares e incluso podría invertir la tendencia. La pregunta crucial en este caso sería a qué región se dirigirían entonces los flujos de capital. En el pasado, en tales circunstancias, Estados Unidos ha sido normalmente el principal beneficiario. Si así ocurriera en las actuales circunstancias, la disposición de los inversionistas privados a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense podría compensar el descenso de flujos públicos procedentes de Asia.

## VI. Los mercados financieros

### Aspectos más destacados

A lo largo de 2003, los mercados financieros internacionales fueron testigos de una renovada disposición de los inversionistas a asumir riesgos. En los mercados bursátiles, esta recuperación del apetito por el riesgo desencadenó un intenso recorrido alcista, incluso antes de que comenzaran a anunciarse datos favorables sobre los resultados empresariales y la economía mundial. En los mercados de deuda pública y privada, los diferenciales de crédito se estrecharon hasta rondar mínimos históricos a medida que los inversionistas siguieron buscando rentabilidades superiores a las de los mercados de deuda soberana que, por su mayor seguridad, eran extraordinariamente reducidas. Aunque la mejora de las variables económicas fundamentales justificaba una cierta subida de los precios de los activos, las valoraciones del mercado hacia finales del periodo también parecían estar apoyándose en unas primas de riesgo relativamente bajas. Los inversionistas parecían descontar cada vez más posibles consecuencias adversas.

Los inversionistas en renta fija, por su parte, encontraron dificultades durante gran parte del periodo examinado para mantener una opinión firme sobre la influencia de la coyuntura macroeconómica en la política monetaria. Esta incertidumbre dejó su impronta en los rendimientos a largo plazo, que generalmente constituyen los indicadores adelantados más fiables de las perspectivas económicas globales. Los rendimientos de los bonos oscilaron ampliamente en varias ocasiones, reflejando cambios en las expectativas más que ajustes en las primas por plazo exigidas por los inversionistas. Las fluctuaciones de los rendimientos fueron particularmente pronunciadas en Estados Unidos y Japón y menos acentuadas en la zona del euro.

Tanto los mercados bursátiles como los de deuda no se vieron afectados durante la mayor parte de 2003 por los cambios en la trayectoria aparente de la política monetaria. Sin embargo, a principios de 2004, la percepción acerca de la estrategia de salida de la Reserva Federal pareció convertirse en un factor importante para la configuración del apetito por el riesgo. En abril y mayo, las cifras sorprendentemente positivas del mercado de trabajo estadounidense y el cambio de tono en el discurso de la Reserva Federal acerca de su política acomodaticia reforzaron las expectativas de una subida de los tipos de interés oficiales. En esta ocasión, el consiguiente espaldarazo para los rendimientos de la deuda pública condujo a pérdidas en los mercados bursátiles y en los emergentes, poniendo en evidencia la vulnerabilidad de las valoraciones actuales ante una pérdida de apetito por el riesgo.

## Las curvas de rendimientos y la política monetaria

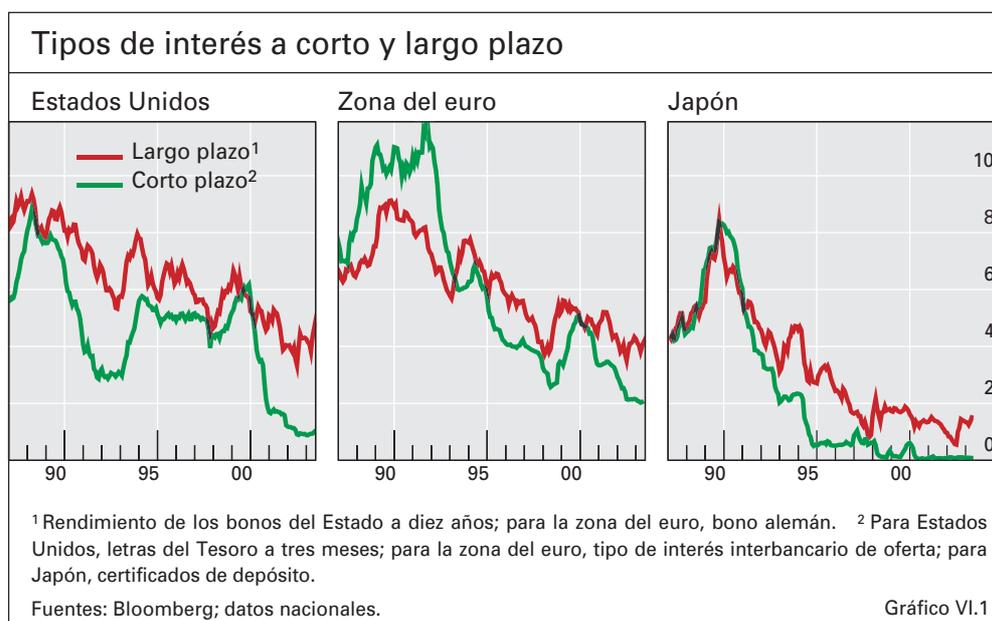
Durante la mayor parte de 2003 y principios de 2004, los mercados de títulos del Estado siguieron una trayectoria independiente con respecto a otros mercados financieros. Aunque los inversionistas en los mercados bursátiles y de deuda hallaron motivos para mostrarse optimistas ante el panorama macroeconómico, los movimientos de las curvas de rendimientos no corroboraron esa valoración con la misma consistencia. A comienzos del periodo, los agentes económicos parecieron sobreestimar la preocupación de la Reserva Federal de Estados Unidos por la deflación, así como su predisposición a utilizar instrumentos menos convencionales. Las ventas masivas a escala mundial durante el verano boreal parecen haber reflejado principalmente una drástica revisión de esas expectativas del mercado y no tanto una mejora repentina de la propia coyuntura económica. La volatilidad se vio ampliada por factores técnicos relacionados con la cobertura de los bonos de titulización hipotecaria y con otras técnicas cuantitativas de gestión del riesgo. A finales de 2003 y principios de 2004, los rendimientos se moderaron a pesar de las revisiones al alza de las previsiones de crecimiento, ya que fue el incierto ritmo de creación de empleo en Estados Unidos el que dominó la formación de expectativas sobre los futuros tipos de interés oficiales. Los rendimientos aumentaron de forma señalada en abril y mayo de 2004, cuando la repentina fortaleza de los datos del mercado de trabajo estadounidense y las señales lanzadas por la Reserva Federal llevaron a los agentes económicos a confiar en que los tipos de interés oficiales comenzarían a subir mucho antes de lo que habían previsto.

Las curvas de rendimientos enviaron señales contradictorias sobre las perspectivas económicas

### *Curvas de rendimientos y expectativas*

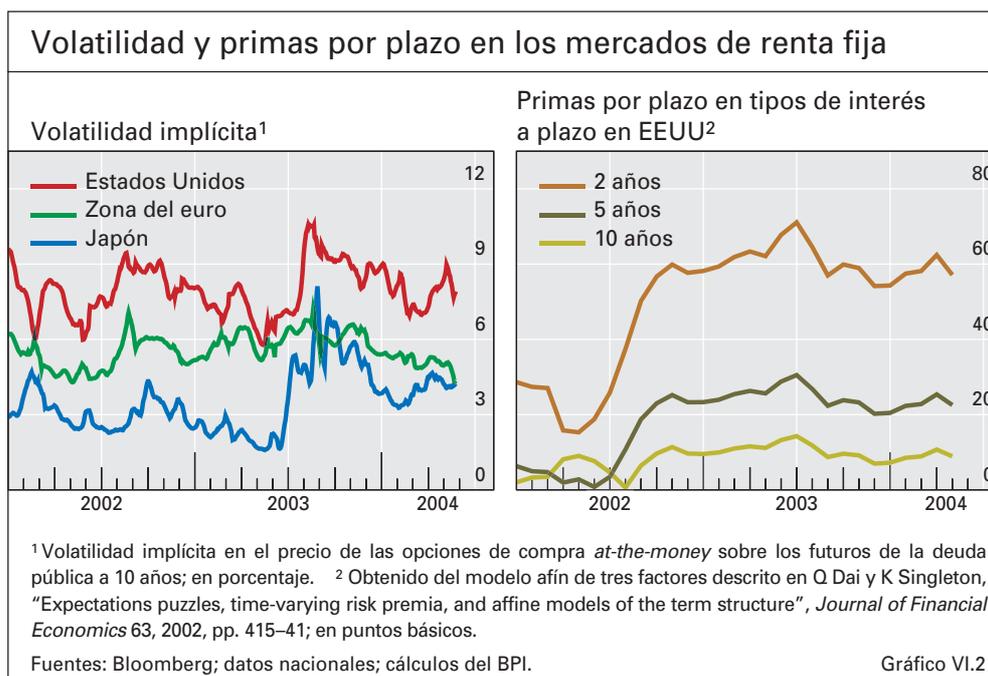
Las curvas de rendimientos en la zona del euro, Japón y Estados Unidos se caracterizaron por bajos niveles de tipos de interés, pendientes pronunciadas entre los tramos de vencimientos a corto y a largo plazo y una alta volatilidad

Tipos de interés a más largo plazo extraordinariamente volátiles ...



en su extremo largo (véase el Gráfico VI.1). Los bajos niveles de las curvas generales se explican en gran parte por el tirón a la baja de los tipos de interés oficiales en el tramo corto y por las expectativas de que éstos se mantendrían bastante bajos durante algún tiempo. De igual modo, las pendientes pronunciadas reflejaron el hecho de que unos tipos de interés tan bajos tendrían que acabar por subir de manera significativa para recuperar sus niveles normales. La característica más notable de las curvas de rendimientos fue la volatilidad que exhibieron los rendimientos a largo plazo dada la relativa estabilidad de los tipos de interés oficiales, particularmente después de los últimos recortes de tipos de interés del BCE y la Reserva Federal en junio de 2003 (véase el Capítulo II). El nivel extraordinariamente bajo de los tipos de interés oficiales pareció generar una incertidumbre inusual en torno a sus consecuencias para la economía y, por ende, para la trayectoria de los tipos de interés en el futuro.

En mercados en los que el banco central controla el tipo de interés a corto plazo, los rendimientos de los títulos de deuda pública con vencimientos a medio plazo tienden a reflejar sobre todo las opiniones del mercado sobre la evolución de la política monetaria. Los agentes se forman estas opiniones evaluando las condiciones macroeconómicas subyacentes y considerando la reacción más probable de las autoridades monetarias. Estos pareceres generan a su vez expectativas sobre la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo y sobre las primas por plazo que lleva asociada la incertidumbre que rodea dichas expectativas. Las curvas de rendimientos en un momento dado implican curvas a plazo que marcan una trayectoria nocional de tipos de interés a corto plazo a lo largo del tiempo, marcando las primas por plazo la separación entre la trayectoria nocional y la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo que realmente esperan los agentes del mercado.

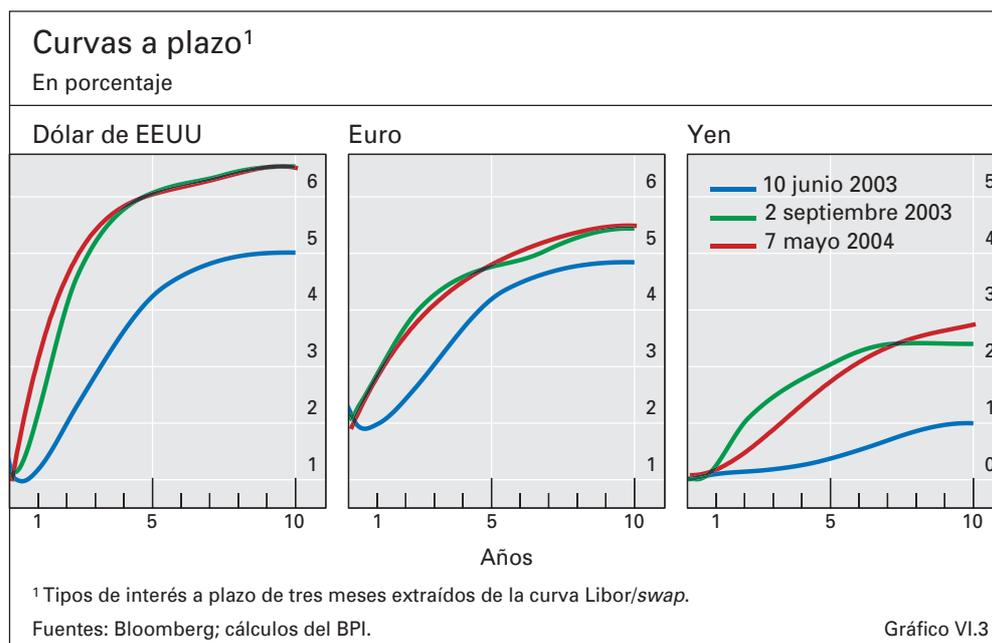


Aunque las primas por plazo en Estados Unidos durante el periodo fueron elevadas para lo que venía siendo habitual en los últimos años, tendieron a mantenerse estables (véase el Gráfico VI.2). Calculadas mediante un modelo de curva de rendimiento de tres factores, estas primas fueron más altas cerca del horizonte a dos años. Esto hace pensar que los principales riesgos sopesados por los agentes económicos no estaban vinculados únicamente a los tipos de interés oficiales para los meses inmediatos, sino también a los de un horizonte de al menos dos años. La prima por plazo estimada para el tipo de interés a dos años se mantuvo estable alrededor de 60 puntos básicos, aproximadamente el triple del promedio del periodo 1988–2002.

... aun cuando las primas por plazo se mantuvieron estables

Pese a la estabilidad de las primas por plazo estimadas, las curvas a plazo fluctuaron considerablemente en el periodo examinado. Las variaciones tendieron a ser más pronunciadas para las curvas de Estados Unidos y Japón, mientras que la zona del euro tendió a seguir la trayectoria de Estados Unidos si bien de forma contenida (véase el Gráfico VI.3). Estos movimientos y la volatilidad asociada parecieron reflejar en gran medida cambios en las previsiones sobre los tipos de interés futuros. A principios de junio de 2003, cuando las curvas estaban en su trayectoria más plana, el tipo a plazo a tres meses de Estados Unidos para el horizonte a dos años se situó en torno al 2%. Después de descontar la prima por plazo proyectada, se constató una subida esperada en los tipos de interés oficiales a dos años inferior a 25 puntos básicos. En mayo de 2004, el tipo de interés a plazo a dos años había subido hasta aproximadamente el 4,6%, indicando un aumento previsto en los tipos de interés oficiales de más de 250 puntos básicos. En el horizonte a 10 años, las fluctuaciones en los tipos estadounidenses reflejaban la gran volatilidad de las opiniones de los agentes de mercado acerca de la tasa de inflación objetivo de la Reserva Federal. Del mismo modo, el fuerte aumento de los

Las oscilaciones en los rendimientos reflejaron cambios en las expectativas



tipos de interés a plazo en Japón pareció indicar un mayor optimismo sobre una recuperación de la deflación en último término.

#### *Ventas masivas durante el verano*

Ventas masivas estivales a escala mundial ...

Durante el verano boreal de 2003, los mercados internacionales de renta fija experimentaron uno de los episodios de ventas masivas más intensos de los últimos tiempos. Los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años superaron el 4,4% a finales de julio, tras haber marcado un mínimo del 3,1% a mediados de junio. Esta variación, la más enérgica en plazo tan breve desde 1994, se produjo en gran medida de forma sincronizada en los principales mercados; en el mismo periodo, los rendimientos de los bonos del Estado japonés a 10 años subieron 50 puntos básicos, hasta superar el 0,9%, y los de los bonos alemanes lo hicieron en 70 puntos básicos para situarse en el 4,2%. Los tipos de interés de los *swaps* también aumentaron significativamente en las principales economías, alcanzando su cota máxima a principios de septiembre (véase el Gráfico VI.3). Con los tipos de interés del mercado monetario (*money market*) anclados en niveles bajos en las tres grandes economías, las curvas de rendimientos ofrecieron pendientes muy empinadas.

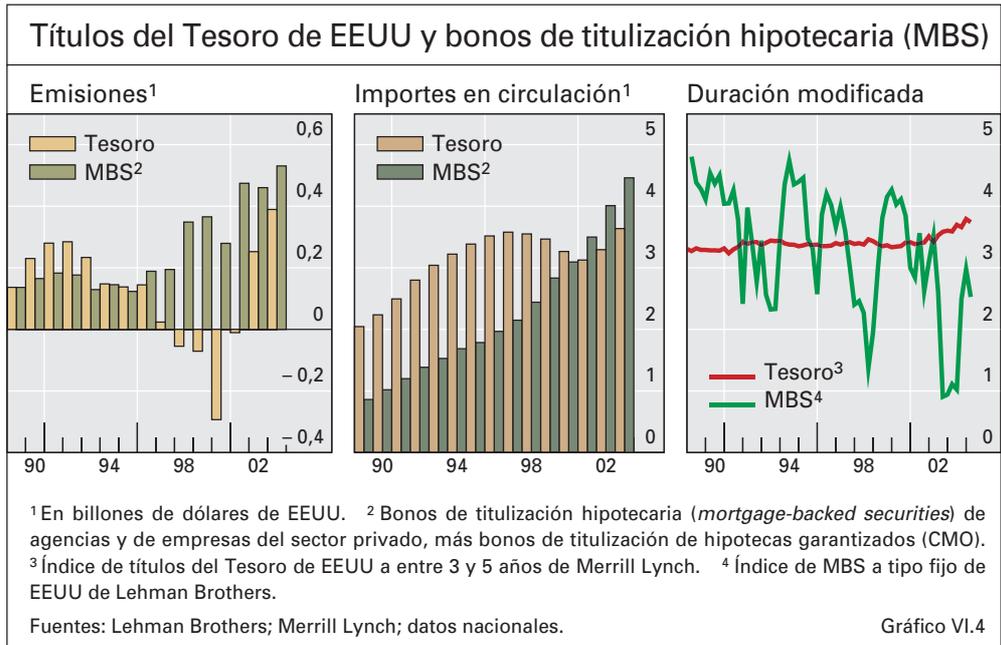
... exacerbadas por la gestión del riesgo ...

El mercado japonés parece haber encabezado esta evolución durante las primeras semanas de ventas masivas. Una subasta de bonos del Estado japonés mal acogida lanzada a mediados de junio habría llevado a los bancos japoneses a recoger beneficios y a los fondos de cobertura a vender. La mayor volatilidad resultante (véase el Gráfico VI.2) hizo que los inversionistas locales que aplican de manera un tanto mecánica técnicas cuantitativas de gestión de riesgo, como los modelos de valor en riesgo, intentasen reducir al máximo su exposición al riesgo de tipo de interés. Deshacer posiciones no hizo sino agravar aún más la dinámica de los precios, tanto en el mercado de bonos del Estado japonés como en el de *swaps* en yenes.

... y provocadas por unas expectativas cambiantes

Las noticias relacionadas con la política monetaria en Estados Unidos fueron el principal factor que mantuvo e impulsó la oleada estival de ventas. Tanto la decisión adoptada por la Reserva Federal a finales de junio de reducir su tipo de interés objetivo menos de lo previsto, como el informe de política monetaria del Presidente de la Reserva Federal al Congreso a mediados de julio, estuvieron seguidos de subidas enormes en los tipos de interés a largo plazo. Estos acontecimientos alteraron las expectativas del mercado sobre la probabilidad de que el banco central estadounidense recurriese a instrumentos menos convencionales para proteger a la economía del riesgo de deflación. En concreto, se consideró menos probable la compra de títulos del Tesoro de Estados Unidos por parte de la Reserva Federal con el objetivo de mantener bajos los tipos de interés a largo plazo. La percepción de esta probabilidad había impulsado el mercado de bonos del Tesoro de aquel país tras la reunión de política monetaria del banco central celebrada en mayo.

Las operaciones de cobertura de los bonos de titulación hipotecaria (MBS por sus siglas en inglés) exacerbaron la subida de los rendimientos de



los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Debido a la opción de amortización anticipada implícita en los MBS, las fluctuaciones en los tipos de interés generan oscilaciones en la duración muy superiores a las de la mayoría del resto de instrumentos con tipos de interés fijo. De hecho, los indicadores de duración del índice de MBS subieron espectacularmente durante el verano de 2003, al igual que ocurrió durante movimientos anteriores en 1994 y 1999 (véase el Gráfico VI.4). Los inversionistas que cubrían los riesgos de los MBS tuvieron por tanto que vender o tomar posiciones cortas en otros instrumentos con tipo de interés a largo plazo, lo que ejerció mayor presión al alza sobre los tipos de interés de mercado.

Las actividades de cobertura parecen haber tenido durante el periodo examinado un impacto más profundo y amplio sobre los rendimientos del mercado al contado que en periodos anteriores. Esto se debe entre otras cosas a que el mercado de MBS en Estados Unidos ha crecido considerablemente tanto en términos relativos como absolutos. Su volumen se ha duplicado desde 1995, siendo en la actualidad el mercado de renta fija más grande del mundo; al cierre de 2003, los MBS en circulación ascendían al menos a 4,5 billones de dólares, frente a 3,6 billones de dólares en bonos del Tesoro en circulación (véase el Gráfico VI.4).

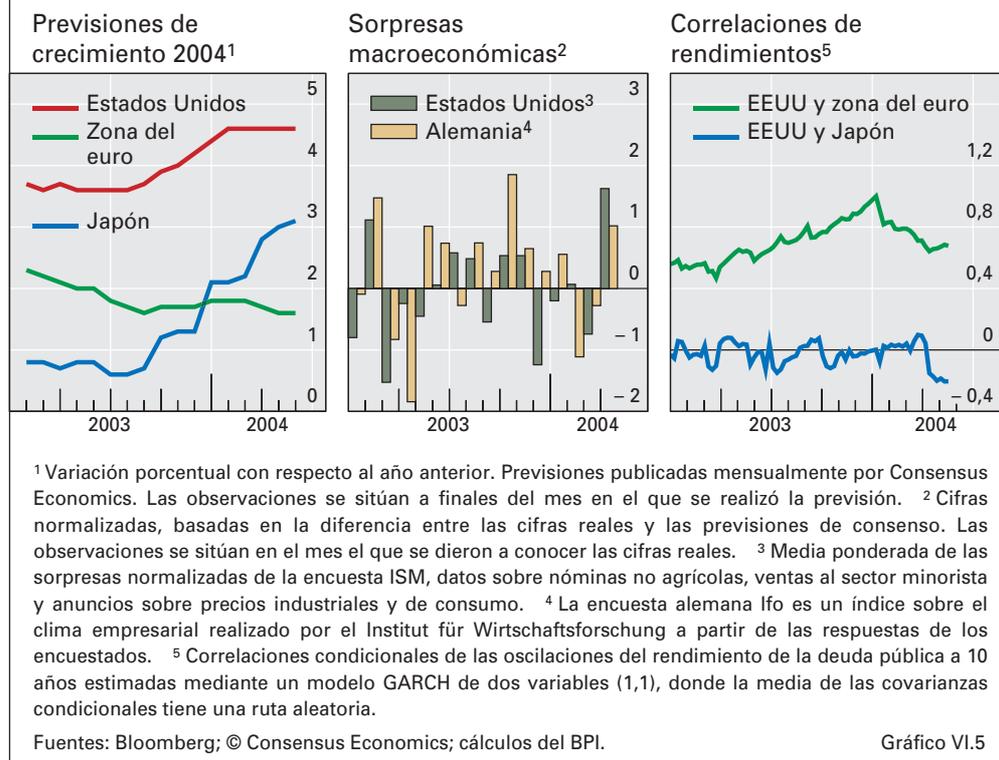
#### *Correlaciones cambiantes entre los mercados de bonos*

Los rendimientos en las tres principales áreas económicas se estabilizaron y convergieron en niveles algo inferiores durante la mayor parte del periodo comprendido entre octubre de 2003 y marzo de 2004. Pese a la divergencia entre las perspectivas de crecimiento para la zona del euro y para Estados Unidos y a la disparidad de resultados inesperados en los anuncios de indicadores económicos, los rendimientos a largo plazo en las dos economías evolucionaron en paralelo durante gran parte del periodo. Las correlaciones en las variaciones de rendimientos alcanzaron niveles excepcionalmente altos

La cobertura de bonos de titulización hipotecaria exacerbó las ventas masivas

En 2003, los rendimientos en EEUU y en la zona del euro evolucionaron en tándem ...

## Previsiones de crecimiento, sorpresas macroeconómicas y correlaciones en los mercados de renta fija



hacia la primavera de 2004 (véase el Gráfico VI.5). Por el contrario, aun cuando la tendencia general de los rendimientos de los bonos del Estado japonés coincidió con la del mercado estadounidense, las correlaciones entre las variaciones diarias y semanales de los primeros y las de los rendimientos de la zona del euro o Estados Unidos fueron bastante bajas en todo momento.

El episodio de ventas masivas del segundo trimestre de 2004 estuvo acompañado de un nítido desacoplamiento de los mercados de bonos de Estados Unidos y de la zona del euro. En este periodo, el aumento de los rendimientos no respondió a un cambio de opinión sobre el eventual recurso a instrumentos menos convencionales por parte de la Reserva Federal estadounidense, sino que estuvo motivado por los buenos datos macroeconómicos que provocaron el adelantamiento de las expectativas de contracción monetaria. Mientras que los rendimientos en Estados Unidos aumentaron pronunciadamente, en la zona del euro lo hicieron de manera moderada, en lo que parecía ser la aceptación tardía por parte de los agentes económicos de que el crecimiento en Europa iba rezagado con respecto al de Estados Unidos.

### *Acumulación de reservas en el sector oficial*

Muchos operadores del mercado consideraron que los esfuerzos de los Gobiernos asiáticos para contener la apreciación de sus monedas frente al dólar presionaron a la baja sobre los rendimientos de los títulos de deuda

... pero se desligaron durante las ventas masivas en 2004

pública de Estados Unidos durante este periodo. Lo que es cierto es que el ritmo de acumulación de reservas en los bancos centrales asiáticos se aceleró en el segundo semestre de 2003 y continuó durante el primer trimestre de 2004 (véase el Capítulo V). Dado que una parte importante de las reservas asiáticas se mantiene en activos denominados en dólares estadounidenses, en general se infirió que estas compras por parte de bancos centrales asiáticos fueron un nuevo factor que influyó significativamente en la demanda de bonos del Tesoro estadounidense.

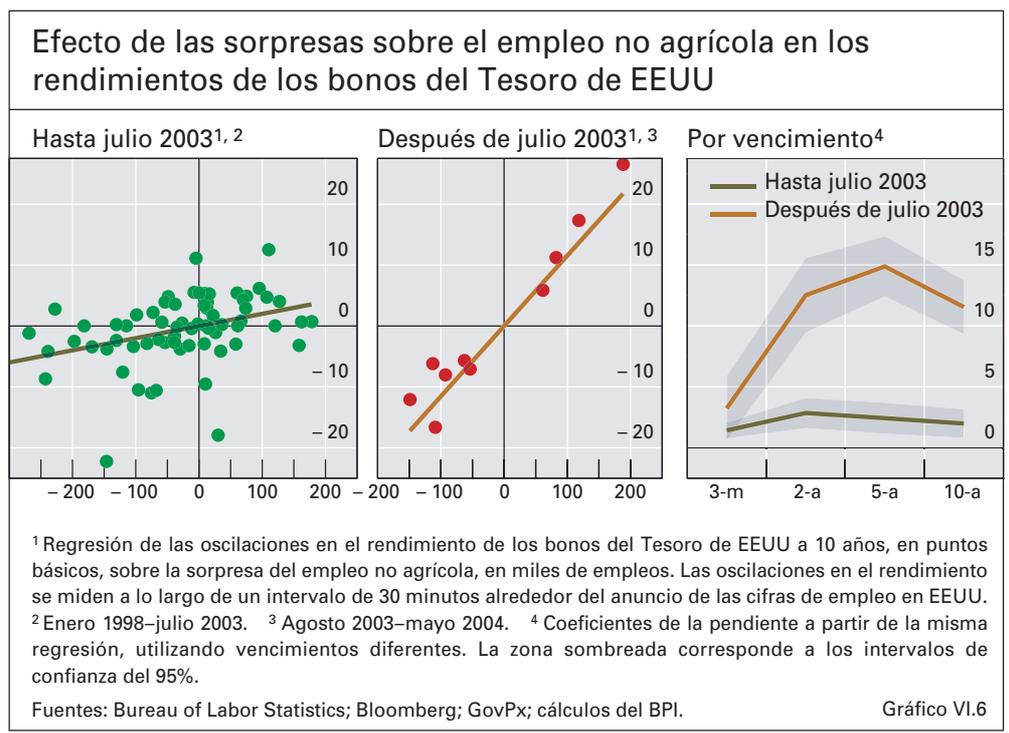
Ahora bien, el efecto directo de dicha demanda sobre los precios tuvo un alcance difícil de documentar. Haciendo una regresión simple de las variaciones semanales del rendimiento de los títulos del Tesoro sobre la variación semanal de las reservas oficiales mantenidas en custodia en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, se observa una relación que sólo es estadísticamente significativa para periodos muy concretos de los doce meses que van hasta el primer trimestre de 2004, a pesar de que la acumulación de reservas por bancos centrales asiáticos durante dicho periodo fue continua. También son variopintos los resultados obtenidos de pruebas más precisas sobre el “efecto anuncio” que tuvieron sobre los rendimientos las noticias relacionadas con las compras en Asia. El anuncio semanal (cada jueves) de los títulos en custodia no parece haber influido en los rendimientos de los bonos del Tesoro.

Efectos inciertos de los rendimientos en la acumulación de reservas en Asia

*Empleo no agrícola en Estados Unidos y rendimientos de los bonos*

Un mercado de trabajo sorprendentemente apático en Estados Unidos fue la razón principal de los moderados niveles de tipos de interés en los primeros meses de 2004. En ese periodo, la atención de los agentes económicos parecía estar fijada en la falta de creación de empleo en Estados Unidos durante una

La Reserva Federal parecía centrarse en los puestos de trabajo ...



etapa que, por lo demás, fue de fuerte recuperación económica. Se generalizó la percepción de que la Reserva Federal no subiría los tipos de interés en tanto la recuperación no se dejara sentir en el mercado de trabajo. En los tres primeros meses de 2004, cada anuncio de crecimiento del empleo no agrícola inferior al previsto provocó fuertes descensos en los rendimientos de los bonos del Tesoro. Sin embargo, el aumento inesperadamente significativo del empleo no agrícola en abril (en más de 300.000 trabajadores) elevó inmediatamente en más de 20 puntos básicos los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a 10 años, al tiempo que en mayo, otro informe con cifras del empleo positivas generó de nuevo pronunciados aumentos en los rendimientos, llevándolos a niveles superiores a los máximos alcanzados en 2003.

... por lo que los mercados de bonos se movieron al compás de los informes mensuales de empleo

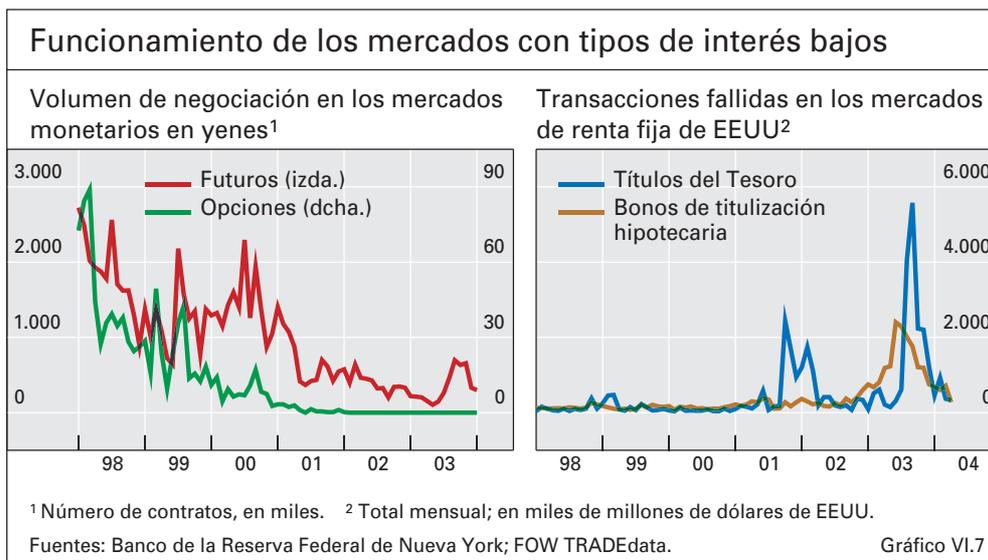
Aunque los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos siempre han reaccionado con mayor intensidad ante los datos mensuales de empleo que ante cualquier otra información publicada regularmente en dicho país, esta reacción parece haber aumentado tras la remontada de los rendimientos de los bonos en el verano boreal de 2003. Entre 1998 y julio de 2003, el anuncio inesperado de 100.000 nuevos puestos de trabajo tuvo un efecto de 2 puntos básicos en promedio sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro a cinco años. Desde entonces, sin embargo, el efecto de dicha sorpresa ha crecido en promedio a 12 puntos básicos (véase el Gráfico VI.6).

Otra anomalía del periodo reciente es que los anuncios sobre cifras de empleo inesperadas afectaron sobre todo a los bonos del Tesoro a cinco años en vez de, como ocurría en el pasado, a los bonos a dos años. Esto podría deberse a que las variaciones en los tipos de interés relacionadas con los anuncios sobre el empleo pueden haber generado más actividad de cobertura de MBS, que suele realizarse con valores (y *swaps*) de mayor duración. Otra posibilidad, avalada de forma anecdótica, es que la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos en el periodo aumentó la demanda de bonos con vencimientos más largos por parte de inversionistas más especuladores que utilizaban estrategias de *carry trade* (véanse los comentarios sobre las estrategias de negociación en renta fija en el Capítulo VII), haciendo que los bonos del Tesoro con vencimiento más largo se tornaran más sensibles a los cambios en las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo.

#### *El funcionamiento de los mercados con tipos de interés bajos*

Menor volumen de negociación en los mercados de derivados en yenes ...

En el ámbito puramente técnico, el bajo nivel de los tipos de interés oficiales nominales conllevó problemas en el funcionamiento de los mercados durante el periodo examinado. Por ejemplo, en Japón, los tipos de interés a corto plazo para títulos denominados en yenes han estado situados en cero desde que el Banco de Japón inició su política de relajación cuantitativa en marzo de 2001. Desde entonces, el volumen de negociación de opciones y futuros en los mercados monetarios en yenes ha disminuido sustancialmente, hasta el punto de que algunos contratos y mercados secundarios prácticamente han desaparecido (véase el Gráfico VI.7). Cuando



los tipos de interés a corto plazo finalmente se sitúen bastante por encima del cero por ciento, la infraestructura que respalda la transmisión de información sobre precios en los mercados monetarios en yenes puede resultar limitada, al tiempo que la falta de liquidez en los mercados podría complicar la adaptación de los agentes económicos cuando finalice la política de tipos de interés cero.

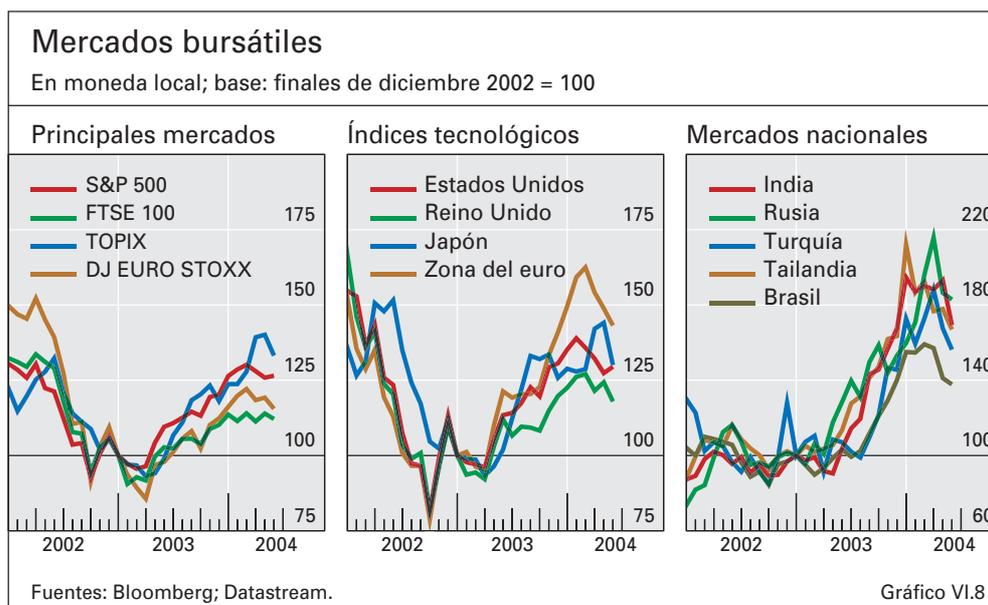
El bajo nivel de los tipos de interés nominales también generó problemas de funcionamiento en los mercados de renta fija de Estados Unidos, donde el número de “transacciones fallidas” u operaciones no liquidadas se disparó en julio y agosto de 2003. Estos fallos pueden deberse a dificultades operativas con la entrega de valores, como ocurrió tras los sucesos del 11 de septiembre de 2001. Sin embargo, es más probable que se produzcan en un entorno de tipos de interés bajos, ya que éstos reducen el coste de oportunidad de los intereses no percibidos por el incumplimiento en la entrega de la garantía de una operación con pacto de recompra (*repo*). Junto con la volatilidad de los mercados, que aumentó la demanda de préstamos de valores por parte de los inversionistas para vender en descubierto, los bajos tipos de interés contribuyeron a que a finales del periodo estival se registrase un máximo de operaciones fallidas. Además, a diferencia de lo que ocurrió en 2001, se incrementaron notablemente los incumplimientos en la entrega de MBS y de bonos del Tesoro. No obstante, tras la introducción a mediados de septiembre de la “entrega garantizada” en determinados acuerdos de recompra especiales que a menudo fueron valorados con tipos de interés negativos, la tensión del mercado y el número de operaciones fallidas se redujeron considerablemente.

... y operaciones no liquidadas en los mercados de renta fija de Estados Unidos

## Los mercados bursátiles y el apetito por el riesgo

La recuperación de los mercados bursátiles en todo el mundo puso fin a un mercado bajista que se había prolongado durante tres años. Durante la desaceleración, que comenzó en abril de 2000, las bolsas mundiales

Concluyó el prolongado mercado bajista ...



perdieron 13 billones de dólares de capitalización. El repunte arrancó en marzo de 2003 y prosiguió prácticamente sin interrupción durante un año, al cabo del cual los mercados habían recuperado 10 de estos billones. Entre las principales economías, el mercado europeo fue el que más subió, ganando el índice DJ EURO STOXX un 52% en términos de moneda local (véase el Gráfico VI.8). Las plazas de Nueva York y Tokio también registraron ganancias impresionantes: el índice S&P 500 subió un 37% y el índice TOPIX un 43%. Entre los mercados internos con mejores resultados se contaron Brasil, la India, Rusia, Tailandia y Turquía, cada uno con revalorizaciones superiores al 100% expresadas en su respectiva moneda local. El sector tecnológico, así como llevó al conjunto del mercado a la baja, esta vez lo condujo al alza. El auge no finalizó hasta abril de 2004, cuando los inversionistas de todo el mundo comenzaron a preocuparse de repente sobre las perspectivas de subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos.

... con un aumento del apetito por el riesgo ...

El recorrido alcista generalizado pareció comenzar con un incremento en la disposición de los inversionistas a asumir riesgos. Este cambio de actitud redujo las primas de riesgo que los inversionistas exigían por asumir el riesgo de mercado que presentaba la renta variable. La subida se sustentó entonces en unas mejores expectativas sobre previsiones de resultados empresariales, que quedaron corroboradas progresivamente por la información que iba conociéndose sobre determinadas empresas y sobre la economía mundial en su conjunto. Este recorrido al alza pareció concluir de una manera tan repentina como había comenzado. El apetito por el riesgo no fue a más y noticias sobre el mercado laboral estadounidense que en condiciones normales hubieran sido propicias parecieron producir el efecto contrario. Los mercados retrocedieron al asociarse dichas noticias principalmente a una mayor inminencia de medidas de contracción monetaria, un recordatorio de la importancia de la estrategia de salida de la Reserva Federal (véase el Capítulo IV).

### *El papel de las variables macroeconómicas fundamentales*

Al igual que no pudieron identificarse nuevos datos significativos sobre las variables económicas fundamentales que explicaran el momento del desplome de los mercados bursátiles mundiales en abril de 2000, tampoco ha habido información precisa que justificara el del repunte registrado casi tres años más tarde. La remontada empezó el 12 de marzo de 2003, una semana antes del comienzo de la guerra en Iraq. Al parecer, en un primer momento los inversionistas bursátiles no se guiaron tanto por una valoración de las consecuencias económicas de la guerra cuanto por las expectativas de que la evolución del mercado replicaría la de enero de 1991, cuando las cotizaciones de las acciones subieron súbitamente al comienzo de la primera guerra del Golfo. Previendo un empuje similar, los inversionistas empezaron a comprar en marzo de 2003, sin esperar a que estallaran las hostilidades. La subida continuó a principios de abril, cuando la guerra parecía estar llegando a un rápido desenlace y los inversionistas percibían una disminución del riesgo geopolítico. Hubo que esperar hasta finales de abril, momento en el que una serie de empresas anunciaron fuertes beneficios, para que los mercados volvieran a prestar atención a la coyuntura económica.

... sin noticias económicas que expliquen el punto de inflexión

El sesgo expansivo de las políticas monetarias adoptadas por los principales bancos centrales contribuyó sin duda al alza de los mercados bursátiles, pero su impacto no se dejó sentir hasta pasado un buen tiempo. El ciclo de relajación monetaria más reciente en las economías de la zona del euro y de Estados Unidos comenzó a principios de 2001. En Japón, el periodo de "relajación cuantitativa", en el que los tipos de interés volvieron a su nivel cero, se inició en marzo de 2001. Así, fueron necesarios alrededor de dos años para que los bajos tipos de interés ejercieran su efecto habitual en los mercados de renta variable. Por el contrario, en 1991 el mercado bursátil en Estados Unidos se disparó unos tres meses después de que la Reserva Federal hubiera iniciado un ciclo de rebajas de los tipos de interés, mientras que en 1995 el mercado subió en apenas un mes desde la instrumentación de recortes de los tipos de interés. En 2004, la mera anticipación de tipos de interés oficiales más altos pareció poner fin a la subida más reciente de las bolsas.

Los bajos tipos de interés oficiales tuvieron un efecto retardado

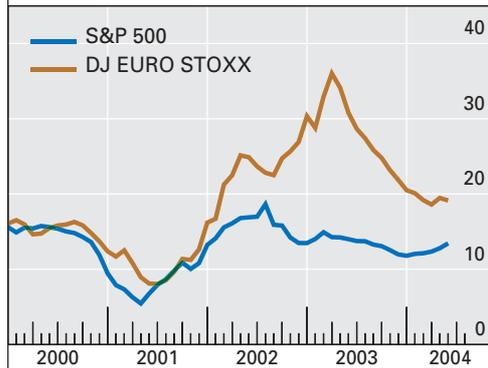
La información proporcionada por los indicadores económicos fundamentales en 2003 no hizo sino ratificar, en gran medida, las expectativas optimistas que los mercados bursátiles parecían haber descontado. Brotes similares de optimismo en los dos años anteriores no fueron refrendados posteriormente por buenas noticias. Durante el largo periodo en el que se prolongó el mercado bajista, este optimismo generó una serie de conatos de subida, especialmente en abril y mayo de 2001 y de nuevo en octubre y noviembre de 2002, cuando las intensas subidas se detuvieron bruscamente por falta de indicios que confirmaran los resultados empresariales y el crecimiento económico. En 2003, sin embargo, sí llegaron buenas noticias y la recuperación fue sostenida.

Después de una serie de conatos de subida...

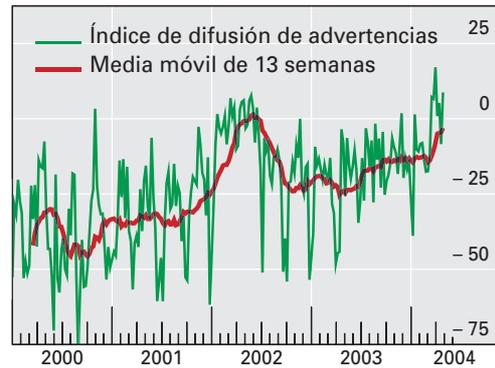
Los datos que confirmaron el optimismo de los inversionistas llegaron primero en forma de noticias alentadoras sobre los resultados de empresas estadounidenses y europeas y de información sobre la actividad real agregada

## Aumento de beneficios y advertencias sobre resultados

Aumento de beneficios previsto<sup>1</sup>



Advertencias sobre resultados en EEUU<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Estimaciones de los analistas de los beneficios previstos para los 12 meses siguientes con respecto a las ganancias obtenidas durante los 12 meses anteriores; en porcentaje. <sup>2</sup> Diferencia entre el número de advertencias positivas y negativas, en porcentaje del total de anuncios.

Fuentes: Bloomberg; I/B/E/S; cálculos del BPI.

Gráfico VI.9

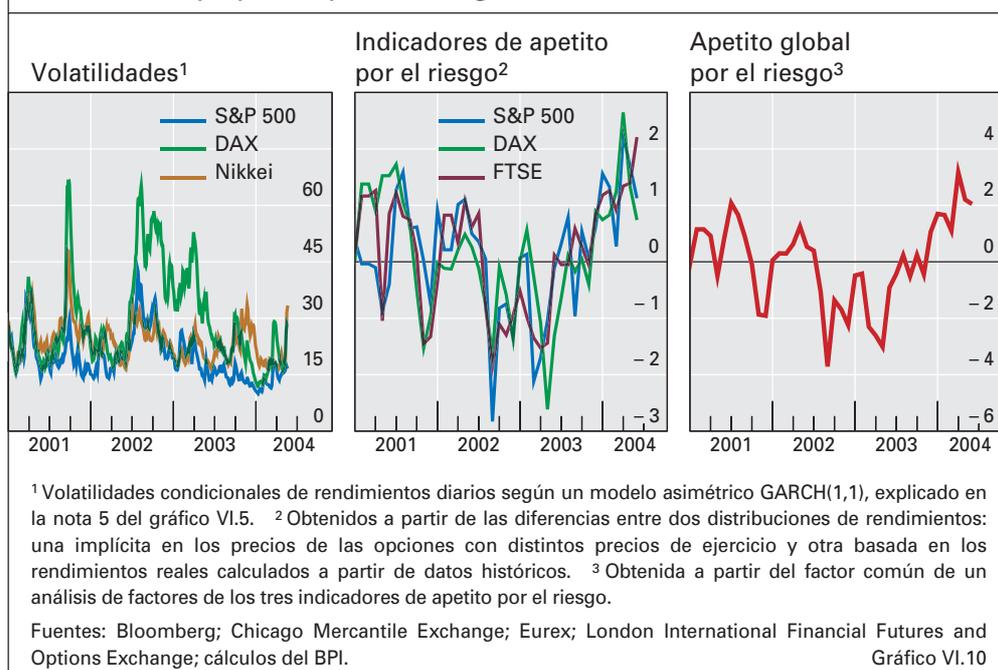
en Japón. En Estados Unidos, los beneficios anunciados por las empresas líderes empezaron a batir sistemáticamente las expectativas a partir de abril de 2003. En Europa, mientras los analistas rebajaban sus estimaciones de aumento de beneficios para el sector empresarial en su conjunto (véase el Gráfico VI.9), los inversionistas parecían centrar su atención en los resultados positivos de empresas tecnológicas, bancos y compañías de seguros. Tanto en Estados Unidos como en Europa, las empresas mantuvieron la cautela sobre la solidez de la recuperación. Al publicar sus resultados, también advirtieron sobre beneficios distintos a los previstos, y las que anunciaron resultados negativos siguieron superando en número a las que los anunciaron positivos. No obstante, los inversionistas parecían conceder más importancia a los informes optimistas de empresas como AOL, Cisco y Microsoft en Estados Unidos y Nokia, Philips y Siemens en Europa. En Japón, unos datos macroeconómicos inesperadamente favorables contribuyeron a que el índice TOPIX subiese entre junio y agosto casi un 20%. Tras publicarse la encuesta *Tankan* el 4 de julio y el dato del PIB correspondiente al segundo trimestre el 12 de agosto, las cotizaciones subieron con fuerza. A finales de agosto, los economistas revisaron al alza sus previsiones de crecimiento para las economías japonesa y estadounidense.

... los inversionistas reaccionaron ante noticias optimistas

### *El papel del apetito por el riesgo de los inversionistas*

La reducción sostenida de las primas de riesgo de la renta variable fue clave para el repunte del mercado mundial. Dichas primas de riesgo reflejan tanto los *riesgos subyacentes* percibidos por los inversionistas como los *precios* asignados a dichos riesgos. Durante el periodo examinado, el riesgo percibido tendió a disminuir. El riesgo de la renta variable medido por la volatilidad de los rendimientos se disparó tras los atentados del 11 de septiembre de 2001 (véase el Gráfico VI.10, panel izquierdo) y volvió a hacerlo cuando se conoció la actualización de resultados de WorldCom a finales de junio de 2002, para aumentar de nuevo durante los prolegómenos de la guerra de Iraq a principios

## Volatilidad y apetito por el riesgo en los mercados bursátiles



de 2003. Desde entonces, la volatilidad ha permanecido relativamente contenida.

Aunque la recuperación del mercado bursátil mundial iniciada en marzo de 2003 se produjo en un momento de riesgo subyacente en general reducido y a la baja, la subida parece haber estado impulsada en gran parte por un aumento espectacular del apetito de los inversionistas por el riesgo y por la consiguiente caída en el precio asignado a éste. El cambio en la disposición a asumir riesgos puede medirse en distintos mercados mediante la valoración de las opciones sobre índices bursátiles. Este indicador se basa en la idea de que los inversionistas estarían dispuestos a pagar más por una opción que les protegiese frente a un cambio adverso en las cotizaciones que por una opción que les permitiese obtener ganancias por una variación favorable igual de probable en dichas cotizaciones. La predisposición a pagar por dicha protección varía en el tiempo con los cambios en el apetito de los inversionistas por el riesgo. La preferencia por el riesgo medida de esta forma tiende a moverse en paralelo en distintos mercados (véase el Gráfico VI.10, panel central). De este modo, a partir de los movimientos conjuntos de una serie de variables, puede extraerse un indicador del apetito por el riesgo a escala mundial. Las estimaciones basadas en las opciones sobre los índices S&P 500, DAX y FTSE muestran que este indicador comenzó a subir en marzo de 2003 antes del inicio de la guerra en Iraq y continuó su ascenso durante el resto del periodo examinado (véase el Gráfico VI.10, panel derecho). En febrero de 2004, esta disposición a asumir riesgos parecía haber reducido las primas por riesgo hasta tal punto que los mercados podrían ser relativamente vulnerables a acontecimientos adversos.

Resulta difícil anticipar qué tipo de acontecimientos influyen en el apetito por el riesgo. El más importante desde 2001 ha sido sin duda la actualización

Las opciones sobre índices bursátiles reflejan un aumento del apetito por el riesgo ...

... que se ve influido por acontecimientos inusitados

de los resultados financieros de WorldCom a mediados de 2002. El desencadenamiento de la guerra en Iraq a principios de 2003 fue también importante en este sentido y los atentados de Madrid en marzo 2004 parecen haber condicionado la reacción de los mercados ante las noticias posteriores. Sin embargo, los problemas de Parmalat a finales de 2003 parecen haber tenido un efecto limitado. Informaciones macroeconómicas como las cifras del empleo no agrícola han sido relevantes para los mercados de deuda pública, pero apenas tuvieron consecuencias para el apetito por el riesgo en la renta variable.

## Mercados de bonos de empresa y el riesgo de crédito

En los mercados de deuda, al igual que en los mercados bursátiles, tanto la mejora de las variables fundamentales como la recuperación del apetito de los inversionistas por el riesgo contribuyeron a dar un giro drástico a la confianza a partir de octubre de 2002. En el periodo de año y medio transcurrido hasta mayo de 2004, los diferenciales entre los bonos de empresa con calificación BBB y los títulos de deuda pública se estrecharon más de 200 puntos básicos en el mercado en dólares estadounidenses, hasta situarse en 130 puntos básicos, apenas 50 puntos básicos por encima del mínimo registrado al final del ciclo crediticio anterior en julio de 1997 (véase el Gráfico VI.11). Al mismo tiempo, las emisiones de bonos de empresa aumentaron, especialmente las emisiones de valores con peor calificación (véase el Gráfico VI.12).

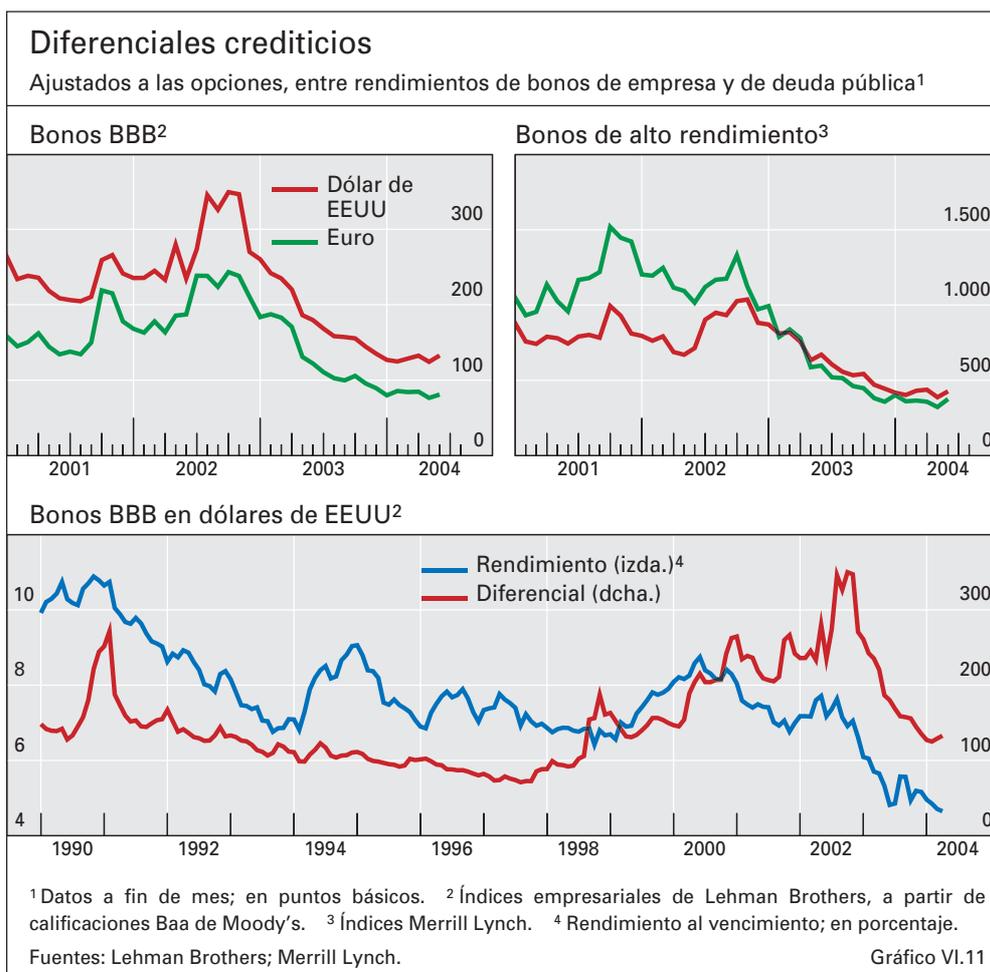
### *La mejora de las variables fundamentales*

Síntomas de mejora de la calidad del crédito ...

Las subidas en los mercados de renta fija se apoyaron en los síntomas de mejora de la solvencia crediticia en el sector empresarial. La incidencia de quiebras y de revisiones a la baja de las calificaciones crediticias, que había aumentado de manera continua entre 1998 y 2001, disminuyó de forma muy perceptible en 2003. A escala mundial, el número de quiebras de entidades no financieras cayó desde su máximo de 184 en 2001 hasta los 77 casos registrados en 2003. Mientras que las revisiones a la baja de calificaciones crediticias de empresas estadounidenses por Standard & Poor's todavía superaban a las revisiones al alza en 2003, la proporción que representan las primeras cayó a un 74%, desde un 82% en 2002. En Japón, las mejoras de calificación superaron a las reducciones por un estrecho margen en 2003.

... especialmente en Estados Unidos ...

En Estados Unidos, la recuperación de la rentabilidad de las empresas contribuyó a reducir notablemente el porcentaje de flujos de caja aplicados al pago de intereses, es decir, el índice de cobertura de intereses, un indicador comúnmente utilizado para anticipar posibles tensiones financieras en las empresas (véase el Gráfico VI.13). Si en el periodo anterior de reducción del apalancamiento a principios de los años 90 fueron los tipos de interés más bajos los que estuvieron detrás de gran parte de la disminución del índice de cobertura de intereses, el descenso del índice en 2001-03 se debió principalmente a los mayores flujos de caja por actividades de explotación, siendo relativamente insignificante la influencia de unos menores tipos de interés. El ahorro que generaron estos tipos de interés más bajos quedó



contrarrestado en gran parte por el impacto del desplazamiento hacia la deuda a largo plazo. Por tercer año consecutivo, las empresas refinanciaron en 2003 su deuda bancaria y comercial a corto plazo en los mercados de renta fija, reduciendo así su vulnerabilidad ante variaciones de los tipos de interés. Algunas empresas también aprovecharon la revalorización de los mercados bursátiles para reducir sus coeficientes de endeudamiento captando nuevo capital en acciones (véase el Gráfico VI.12). La deuda empresarial en circulación expresada en porcentaje de los flujos de caja se redujo hasta un nivel cercano al promedio de 1990, sin dejar por ello de aumentar en términos absolutos.

A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, en Japón las entidades no financieras amortizaron más deuda de la que contrajeron por octavo año consecutivo. De esta forma, los costes por intereses para las empresas japonesas se mantuvieron excepcionalmente bajos, más de 20 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado en 1991. Los tipos de interés más bajos habían sido determinantes para la disminución del índice de cobertura de intereses a lo largo de los 90; en cambio, este factor tuvo escasa influencia en 2003.

... y Japón

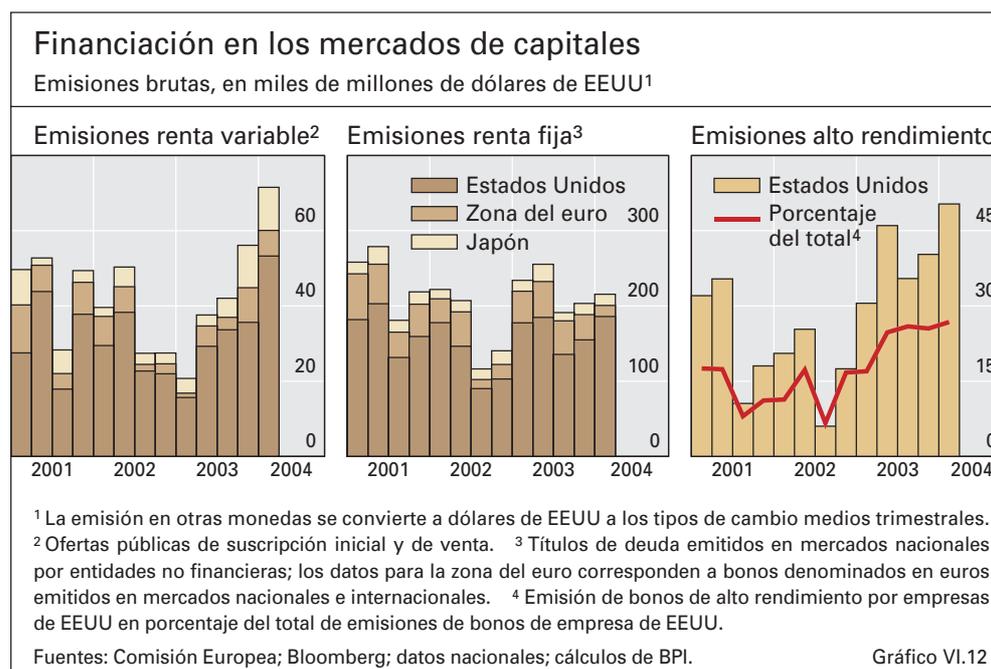
Los esfuerzos de las empresas europeas por sanear sus balances fueron a la zaga de los de otras regiones. A pesar del progreso realizado por algunos sectores, en particular el sector de telecomunicaciones, el ritmo de crecimiento

Disminución más lenta del apalancamiento en Europa

de la deuda en 2003 continuó siendo superior al de los flujos de caja de las empresas de la zona del euro, en parte porque la recuperación macroeconómica seguía avanzando con lentitud. En Alemania especialmente, hubo pocos indicios que apuntaran a una disminución del apalancamiento. Los tipos de interés más bajos compensaron el efecto de los mayores niveles de deuda, por lo que los pagos de intereses prácticamente se mantuvieron sin cambios en relación con los flujos de caja. No obstante, los altos niveles de endeudamiento parecen haber tornado a las empresas de la zona del euro más vulnerables ante un aumento de los costes de financiación en comparación con otras regiones. A pesar del ritmo más lento de saneamiento de los balances en las empresas europeas, los diferenciales de rendimiento de los bonos de empresa denominados en euros siguieron de cerca la evolución de los correspondientes a los bonos en dólares, reduciéndose 160 puntos básicos entre octubre de 2002 y mayo de 2004 (véase el Gráfico VI.11).

### Recuperación del apetito por el riesgo

A medida que se fueron atisbando indicios de mejora de la calidad del crédito, la prima de riesgo exigida por los inversionistas para adquirir deuda empresarial descendió desde los elevados niveles alcanzados a mediados de 2002. Por aquel entonces, el caso WorldCom había disuadido a los inversionistas de adquirir deuda susceptible de perder su categoría crediticia y les concienció ante la generalización de irregularidades relacionadas con el gobierno corporativo. La tímida reacción de los inversionistas ante eventos de crédito negativos en 2003 ilustra el cambio de confianza en el periodo examinado. La quiebra del grupo agroalimentario italiano Parmalat en diciembre pudo haber desencadenado una oleada de ventas generalizada en los mercados. De hecho, las pérdidas que sufrieron los tenedores de los títulos de Parmalat podrían superar a las sufridas por los acreedores de Enron o



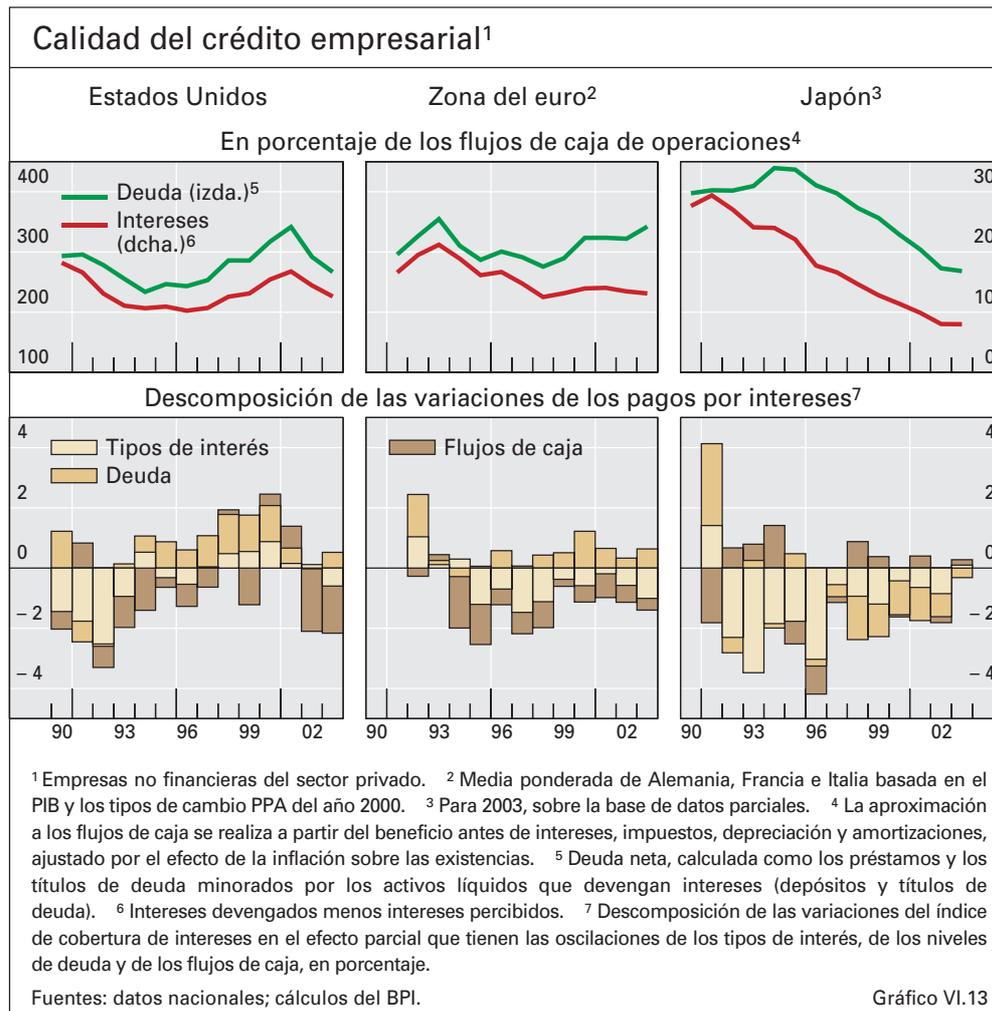
incluso de WorldCom. En realidad, el contagio de Parmalat resultó efímero y limitado, ya que la tendencia decreciente de quiebras y revisiones a la baja de la calificación crediticia contribuyeron a convencer a los inversionistas de que Parmalat y otros eventos de crédito fueron casos aislados.

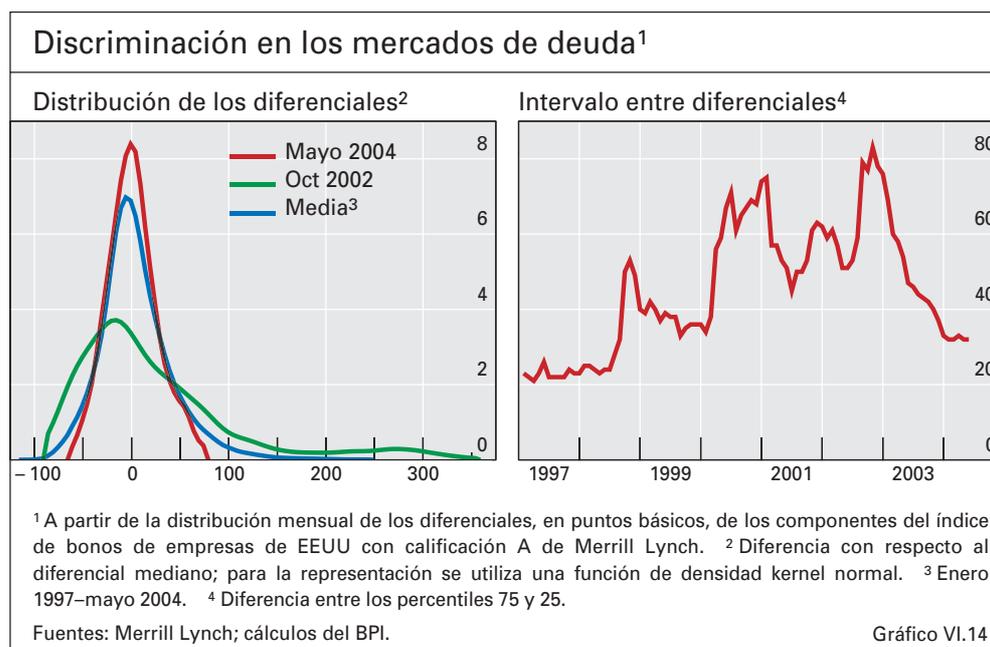
Hacia finales de 2003 los inversionistas mostraron su disposición a asumir más riesgo de crédito, al parecer con independencia del riesgo de incumplimiento subyacente. El bajo nivel de los rendimientos nominales llevó a los inversionistas normalmente conservadores a pasarse a bonos de mercados emergentes y a deuda de empresa de mayor rentabilidad (véase a continuación). La búsqueda de rentabilidad de los inversionistas quedó especialmente de manifiesto en el mercado de deuda empresarial de alto rendimiento. Los inversionistas pujaron al alza incluso cuando aumentaban las emisiones (véanse los Gráficos VI.11 y VI.12). En el segundo semestre de 2003 y principios de 2004, las emisiones de prestatarios con calificación BB o inferior representaron algo más de una cuarta parte del total de emisiones de bonos de empresa en Estados Unidos, el doble de la tasa de actividad en 2001–02.

Otro síntoma de la disposición de los inversionistas a descontar riesgos en su búsqueda de rentabilidad es que la distribución de los diferenciales de crédito para los emisores de una calificación dada indica que hubo menos

La búsqueda de rentabilidad estrechó los diferenciales ...

... discriminando menos entre empresas

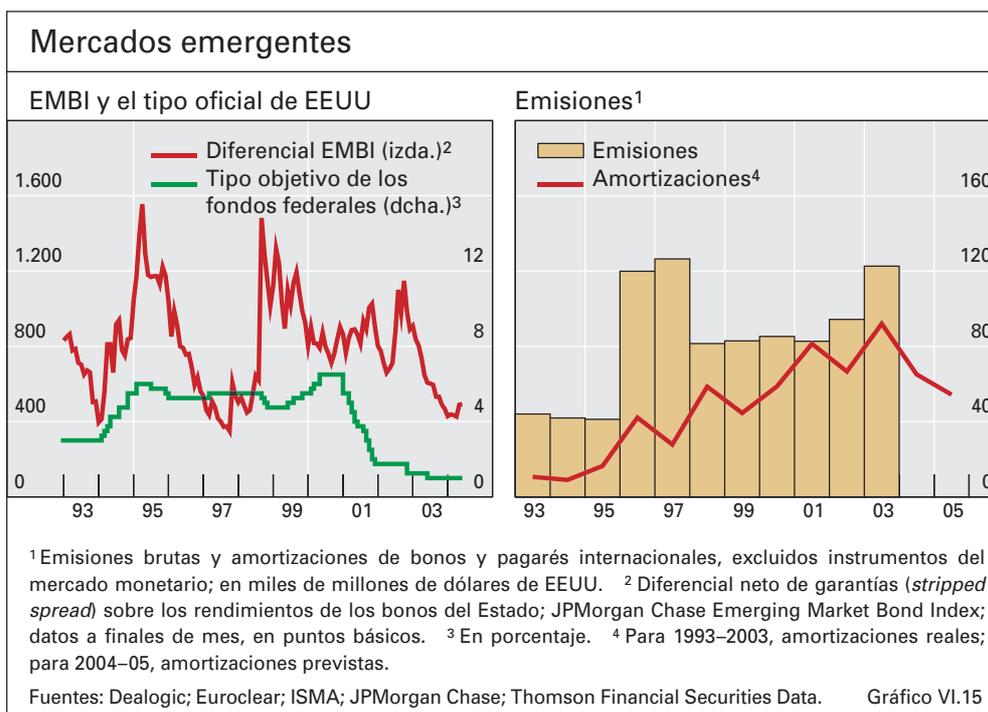




discriminación en los mercados de deuda (véase el Gráfico VI.14). En contraposición a la situación de octubre de 2002, cuando los inversionistas habían diferenciado minuciosamente entre las empresas de una determinada calificación con probabilidad de ser rebajada y las que parecían más solventes, a principios de 2004 los diferenciales se agruparon mucho más. En esos momentos, entre los prestatarios con calificación A, por ejemplo, las colas de la distribución fueron significativamente más cortas que las de octubre de 2002 o incluso que las del promedio a largo plazo. También a principios de 2004, la dispersión de diferenciales para los emisores con calificación A (medida por la distribución entre los diferenciales de los percentiles 75 y 25) fue la más estrecha desde mediados de 1998. No obstante, este indicador se mantuvo por encima de los niveles observados en 1997 y primera mitad de 1998, cuando las estrategias más apalancadas que intentaban sacar partido de las anomalías percibidas en los diferenciales de crédito habían sido especialmente populares entre los inversionistas en renta fija.

### Financiación de la deuda externa de los mercados emergentes

Los mercados emergentes se contaron entre los principales beneficiarios de la combinación de una mejora del panorama macroeconómico mundial y una mayor disposición de los inversionistas a asumir riesgos. Los diferenciales sobre los bonos de mercados emergentes denominados en dólares se estrecharon más de 500 puntos básicos entre octubre de 2002 y enero de 2004. En abril de 2004, estos diferenciales se ampliaron bruscamente, a pesar de lo cual, en mayo de 2004 seguían sin estar muy por encima de los mínimos alcanzados a mediados de 1997 (véase el Gráfico VI.15). Al mismo tiempo, las emisiones de bonos de mercados emergentes alcanzaron su nivel más elevado desde 1997. Especialmente activos fueron los prestatarios con calificaciones más bajas: las emisiones de prestatarios con calificación B o inferior, incluidos



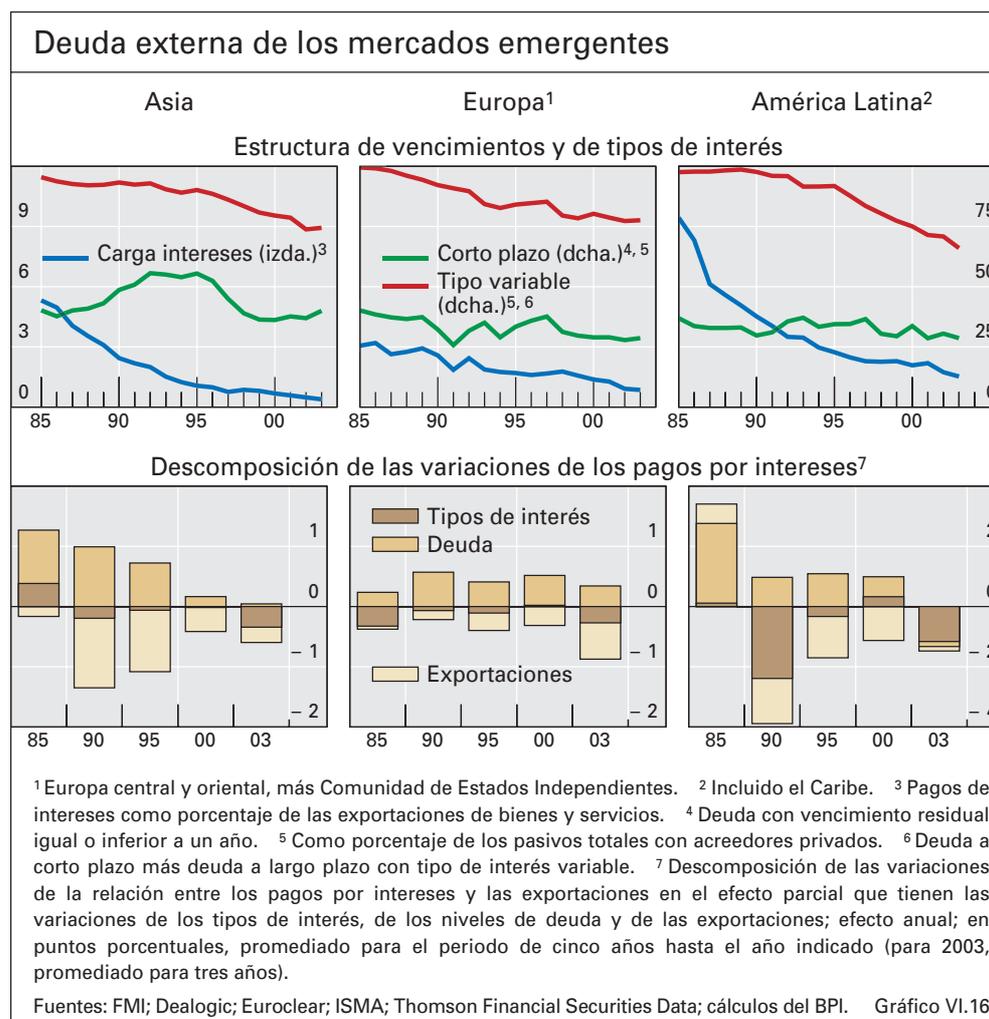
Brasil y Turquía, pasaron de representar el 18% del total de emisiones en los mercados emergentes en 2002 al 33% en 2003. Incluso prestatarios soberanos que habían incumplido recientemente pagos sobre parte de su deuda externa (en concreto Indonesia y Pakistán) encontraron compradores dispuestos a adquirir sus nuevas emisiones internacionales.

#### *Vulnerabilidad ante cambios en las condiciones de financiación*

Si bien es cierto que la búsqueda de rentabilidad influyó claramente en esta evolución, el estrechamiento de los diferenciales también se apoyó en una mejora de las variables macroeconómicas fundamentales en muchos países. En 2003, las mejoras de las calificaciones de Standard & Poor's para prestatarios de mercados emergentes fueron, por primera vez desde 1996, más numerosas que las revisiones a la baja. La mejora de calificación más espectacular fue la de Rusia, que en octubre de 2003, apenas cinco años después de haber suspendido pagos sobre la mayor parte de su deuda, recibió de Moody's el grado de inversión. Los diferenciales sobre la deuda de Rusia denominada en dólares se habían estrechado un año antes de la recalificación hasta niveles propios de grado de inversión y a finales de 2003 ya eran similares a los de muchos prestatarios soberanos con calificación A.

Muchos mercados emergentes son actualmente menos vulnerables que en el pasado a los cambios en las condiciones de financiación de los mercados internacionales. A diferencia de lo ocurrido a principios de los años 80, cuando muchos países fuertemente endeudados suspendieron pagos, o en 1994, cuando México atravesó por graves dificultades financieras, en la actualidad no parece probable que tipos de interés oficiales más elevados en las principales economías vayan a desencadenar una crisis en los mercados emergentes. No obstante, los prestatarios de mercados emergentes siguen

Mejoraron las variables fundamentales en muchos mercados emergentes



expuestos al riesgo de tipo de interés. En el periodo 2001–03, la fuerte bajada de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos ayudó a reducir la carga por pagos de intereses más de lo que lo hicieron las variaciones de los niveles de deuda o el crecimiento de las exportaciones, sobre todo en América Latina (véase el Gráfico VI.16). Sin embargo, los desequilibrios externos son ahora menores y las reservas de divisas superan a las de periodos anteriores en los que se endurecieron las condiciones de liquidez internacionales (véanse los Capítulos III y V).

Además, los prestatarios de mercados emergentes dependen menos de la deuda a corto plazo a tipo de interés variable. La deuda a corto plazo, incluidas amortizaciones, pasó de representar el 40% de la deuda contraída con acreedores privados a principios de los años 90 a suponer menos del 30% a finales de 2003. Durante ese mismo periodo, la deuda a tipo de interés variable, incluida la deuda a corto plazo, cayó de casi el 100% de la deuda circulante hasta menos del 70%, al sustituirse la financiación bancaria por emisiones de bonos tras los canjes de bonos Brady en la primera mitad de la década de los 90 (si se incluye la deuda con acreedores del sector público, la proporción que representa la deuda a interés variable es superior). Los prestatarios en Asia dependen más de la deuda a corto plazo que los de otras regiones, aunque esto es reflejo del escaso nivel

Los mercados emergentes dependen menos de la deuda a corto plazo a interés variable ...

de endeudamiento externo de Asia y de la mayor proporción del componente comercial en la financiación externa. En 2003, Asia fue la única región en la que aumentó la deuda (principalmente bancaria) a corto plazo, mientras numerosos países no asiáticos aprovecharon las favorables condiciones de los mercados internacionales para amortizar sus pasivos a corto plazo.

Si bien la sustitución de deuda bancaria (a interés variable) por deuda en bonos (a interés fijo) reduce la exposición de los prestatarios al riesgo de tipo de interés, no elimina el riesgo de dificultades de financiación a corto plazo. Los diferenciales sobre bonos de mercados emergentes son más volátiles que los rendimientos subyacentes y a veces pueden ampliarse tanto como para dejar realmente a los prestatarios fuera del mercado, como fue el caso de Brasil a mediados de 2002. Esta situación puede ocasionar problemas de liquidez graves a países con grandes necesidades de financiación. Está previsto que las amortizaciones de deuda a largo plazo por parte de los prestatarios de mercados emergentes disminuyan ligeramente en 2004 y 2005, lo que ayudará a reducir los problemas de liquidez en caso de ampliarse los diferenciales (véase el Gráfico VI.15). No obstante, varios países muy endeudados, en particular Brasil y Turquía, continúan haciendo frente a amortizaciones significativas.

A comienzos de 2004, las condiciones financieras se deterioraron para los mercados emergentes ante indicios de que la Reserva Federal podría adoptar una política monetaria menos acomodaticia antes de lo que venían previendo los agentes económicos. En abril y mayo de 2004, la deuda de mercados emergentes atravesó por su peor episodio de ventas generalizadas desde mediados de 2002, ampliándose el diferencial EMBI en unos 100 puntos básicos en apenas cuatro semanas. Cabe destacar que el mercado de deuda corporativa de alto rendimiento de Estados Unidos no experimentó ni de lejos esta ampliación de diferenciales. Al parecer, los fondos de gestión alternativa (*hedge funds*) y otros inversionistas apalancados fueron determinantes en la oleada de ventas, al deshacer repentinamente sus posiciones en los mercados emergentes en mucho mayor grado de lo que lo hicieron en los mercados de renta fija privada de alto rendimiento. En la medida en que estos inversionistas se retiraron de los mercados emergentes, se atenuó la correlación positiva puesta de manifiesto durante el episodio de ventas generalizadas entre las variaciones de los diferenciales y los cambios de expectativas sobre los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Pese a todo, las condiciones de financiación podrían volver a complicarse en un futuro próximo ante cambios en el apetito por el riesgo en los principales mercados o ante reveses en las políticas económicas en los mercados emergentes.

#### *Reestructuraciones de deuda*

Para reducir su vulnerabilidad ante las crisis, algunos prestatarios adoptaron medidas complementarias encaminadas a mejorar la resolución de las dificultades de pago en caso de crisis. En febrero de 2003, México se convirtió en el primer gran emisor entre los mercados emergentes en incorporar

... pero permanecen expuestos a las variaciones de los diferenciales de crédito

Perspectivas de subidas de tipos de interés oficiales en EEUU provocan ventas masivas a comienzos de 2004

cláusulas de acción colectiva (CAC) en bonos emitidos con arreglo al Derecho de Nueva York. Poco después le siguieron Brasil y otros grandes prestatarios. En consecuencia, mientras que en 2002 ninguna emisión de prestatarios soberanos regida por la legislación de Nueva York contenía tales cláusulas, en 2003 aproximadamente la mitad de dichas emisiones las incluía. El objeto de estas cláusulas es facilitar el cumplimiento de la deuda soberana dificultando que los titulares minoritarios de bonos puedan obstruir reestructuraciones respaldadas por la mayoría de los titulares. Su inclusión en emisiones internacionales se propuso por primera vez tras la crisis de la deuda en México en 1994 y ha sido promovida por el deseo de una serie de países del G-10 de incluir dichas cláusulas en sus emisiones internacionales.

La reestructuración de la deuda impagada de Argentina fue lenta ...

Aun cuando los prestatarios de mercados emergentes disfrutaron de condiciones de financiación favorables, el impago de la deuda por parte de Argentina estuvo en la mente de los inversionistas internacionales como un recordatorio de los riesgos de invertir en deuda de mercados emergentes. Las negociaciones se vieron retrasadas por las dificultades para alcanzar un acuerdo sobre quién podría representar a los acreedores, agravadas por la ausencia de CAC en muchos de los bonos impagados y la gran proporción de deuda impagada en manos de residentes en Argentina. Además, es probable que se prolonguen por el desacuerdo sobre la capacidad de pago del Gobierno argentino. Por una parte, el Gobierno alegó la fragilidad de la recuperación económica y la magnitud de los problemas sociales en Argentina para respaldar su propuesta de reducir en un 75% el valor nominal de la deuda impagada y que se le permitiera pagar parcialmente los intereses en mora. Por su parte, los acreedores arguyeron la fortaleza de la recuperación económica y la mejora en la posición fiscal del Gobierno al demandar que el porcentaje de recuperación de la deuda fuera superior.

... pero se espera que sea más rápida que en los 80

La reestructuración de la deuda argentina es diferente a la de muchas reestructuraciones de los años 80, que habían estado precedidas por varias rondas de reprogramaciones, al intentar evitar los bancos el saneamiento del principal refinanciando los pagos a su vencimiento. Sin embargo, en las negociaciones con Rusia, Ecuador y otros países soberanos que han incumplido recientemente el pago de su deuda, los inversionistas en bonos han demostrado mayor disposición de la que mostraron los bancos en los años 80 para aceptar una quita en el valor nominal de sus bonos. Esta diferencia de comportamiento se deriva en parte de las diferencias entre las normas contables de los bancos y las aplicables a la mayoría de los inversionistas en bonos. En concreto, mientras que los bancos tienen cierta discrecionalidad para decidir cuándo contabilizar las pérdidas de sus préstamos, los inversionistas en bonos suelen valorar sus carteras a precios de mercado diariamente, por lo que deben asumir de inmediato cualquier merma en el valor actual neto de sus carteras. Por ello, estos inversionistas (titulares del grueso de la deuda de Argentina) tienen un incentivo mayor que los bancos para acceder a una reestructuración global. De hecho, mientras que entre la moratoria de la deuda de México en agosto de 1982 y la finalización de su plan Brady en marzo de 1990 transcurrieron ocho años, Rusia alcanzó un acuerdo con los titulares de sus

bonos apenas dos años después de su incumplimiento y Ecuador lo hizo en menos de un año.

## Búsqueda de rentabilidad: causas y consecuencias

La búsqueda de rentabilidad que hizo caer los diferenciales en los mercados de bonos de empresas y en los mercados emergentes estuvo promovida en gran parte por el efecto combinado de dos factores. En primer lugar, muchos inversionistas pasaron de invertir en bonos del Estado de bajo riesgo a hacerlo en bonos corporativos y de mercados emergentes de mayor rendimiento y riesgo, en un esfuerzo por conseguir los rendimientos nominales que habían logrado obtener cuando los tipos de interés eran más altos. En segundo lugar, muchos gestores de activos también buscaron instrumentos de mayor rendimiento para utilizarlos en la creación de bonos de titulización de deuda (CDO en inglés) en un intento de aprovechar el hecho de que los diferenciales de crédito sobre dichos instrumentos se mantuvieran más amplios de lo que sugerían las pérdidas previstas por incumplimiento.

### *Tasas nominales de rendimientos fijadas como objetivo*

Por diferentes motivos, numerosos inversionistas parecieron dubitativos o incapaces de ajustar sus objetivos de rendimiento nominal ante los cambios en las condiciones del mercado. En 2003 y principios de 2004, ante rendimientos nominales históricamente bajos para la deuda pública de elevada calificación, estos inversionistas buscaron rendimientos más altos en los mercados de bonos de empresa y de deuda de mercados emergentes, con la esperanza de mantener los altos rendimientos que las posiciones en deuda pública les habían proporcionado con anterioridad.

Su negativa a ajustar sus objetivos de rendimiento nominal en una coyuntura de tipos de interés más bajos podría haber sido reflejo de factores psicológicos bien conocidos. Por ejemplo, algunos inversionistas parecieron tomar ciertas decisiones sin tener en cuenta otros factores más complejos, un fenómeno bien documentado en la literatura sobre el comportamiento financiero como “falta de perspectiva” (*narrow framing*). Al actuar así, posiblemente desconocían que los tipos de interés nominales eran inferiores en gran medida porque las tasas de inflación previstas habían disminuido. Asimismo, en ocasiones los inversionistas tomaron sus objetivos de rendimiento originales como punto de referencia, un fenómeno conocido como “sesgo por el status quo”, según el cual se asigna menos importancia a las desventajas del status quo que a las de objetivos alternativos.

El mantenimiento de los objetivos de rendimiento nominal también podría haber estado relacionado con limitaciones de carácter institucional y regulador. Las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones suelen gestionar sus activos por referencia a sus pasivos. En algunos países, los pasivos están vinculados a un rendimiento mínimo garantizado. Este rendimiento puede estar fijado por ley, como en el caso Suiza, donde existe un tipo de interés mínimo que debe remunerar los activos en los planes de pensiones de aportación definida. Otra posibilidad es que esté fijado

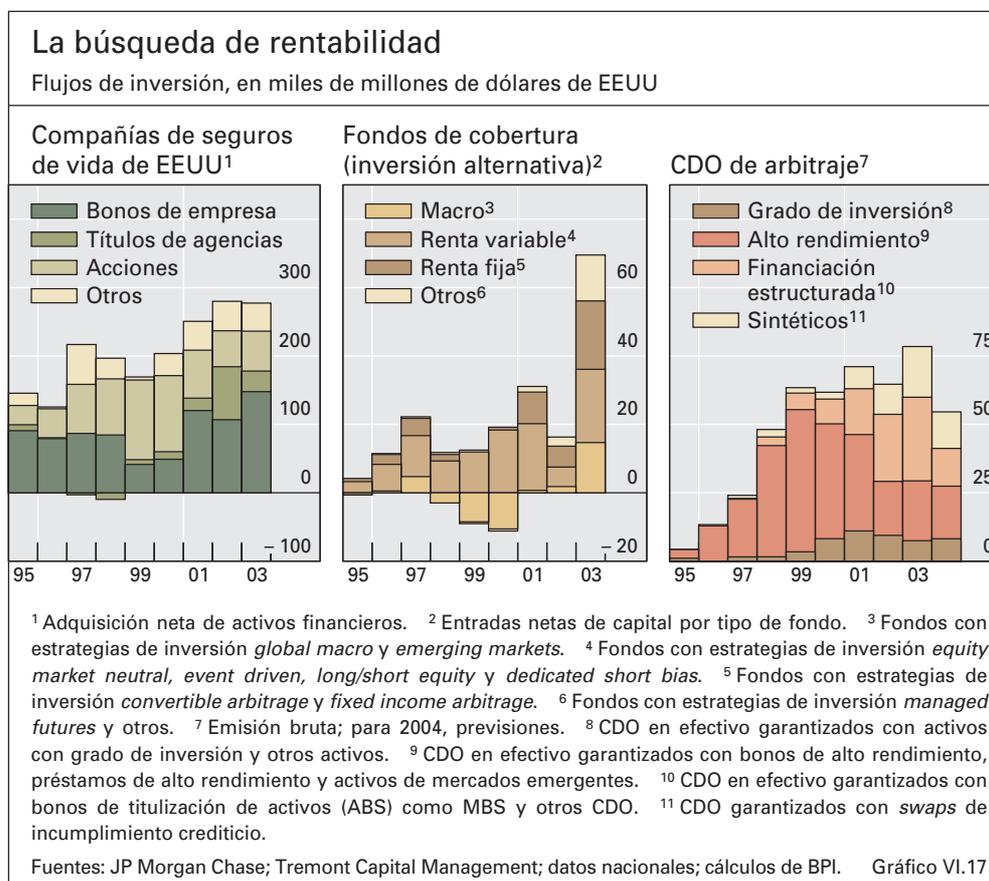
Reticencia de los inversionistas a ajustar sus objetivos de rendimiento nominal ...

... debido a factores psicológicos ...

... y a limitaciones institucionales y reguladoras

contractualmente, como en Japón y el Reino Unido, donde en los años 70 y 80 las compañías de seguros de vida ofrecían rentas garantizadas. Tras un periodo de tipos de interés a la baja, estos flujos garantizados empezaron a superar a los rendimientos de los bonos del Estado de elevada calificación crediticia. La brecha de financiación resultante llevó a dichas instituciones a invertir en instrumentos de mayor rendimiento y riesgo.

Incluso en los países sin rentas garantizadas, las variaciones en el valor de los pasivos tendieron a inducir un comportamiento propenso al riesgo. En Estados Unidos y el Reino Unido, el tipo de interés utilizado para actualizar los pasivos de los fondos de pensiones de prestación definida está vinculado a los tipos de interés de mercado. Por tanto, los descensos de los tipos de interés pueden generar aumentos considerables en los compromisos. Teniendo en cuenta las pérdidas en sus carteras de acciones en 2001–03 y su deseo de equilibrar sus pasivos mejor que hasta entonces, compañías de seguros y fondos de pensiones podrían haberse visto movidos a invertir en instrumentos de renta fija con unos mayores rendimientos previstos. En Estados Unidos, los títulos de empresas y de agencias representaron el grueso de estas compras, por el mejor rendimiento que ofrecían respecto a los bonos del Tesoro (véase el Gráfico VI.17). Los inversionistas institucionales, atraídos por los altos rendimientos obtenidos por muchos fondos en los últimos años, también invirtieron activamente en fondos de cobertura (gestión alternativa), contribuyendo así a marcar un récord en el flujo de recursos invertidos en esta clase de activos en 2003.



### *La utilización de los CDO de arbitraje*

A diferencia de otros inversionistas en busca de rentabilidad, las gestoras de bonos de titulización de deuda (CDO) de arbitraje no estaban interesadas en el bajo nivel de los tipos de interés sino en los amplios diferenciales de crédito sobre la deuda de menor calidad. La estructura de los CDO de arbitraje permite a las sociedades gestoras aprovechar el hecho de que los diferenciales sobre títulos de deuda de algunas empresas tiendan a ser más amplios de lo que bastaría para cubrir las pérdidas probables por incumplimiento. Las sociedades gestoras agrupan deuda de menor calidad para formar un *pool* o conjunto de garantías contra las cuales se emiten varios tramos de deuda, en su mayoría con calificación AAA. Los tramos de deuda de menor calidad son los primeros en absorber cualquier pérdida sobre el conjunto de garantías, protegiendo así a los tramos de deuda AAA. La cantidad de protección necesaria depende de las pérdidas previstas, las correlaciones de incumplimiento estimadas y el grado de diversificación del conjunto de garantías.

Aun cuando los diferenciales de crédito se estrecharon en 2003, se mantuvieron lo suficientemente amplios en determinados tipos de garantías como para respaldar un aumento de las emisiones de CDO de arbitraje. Cuantas más garantías buscaban las sociedades gestoras de CDO, más se estrechaban los diferenciales. No es de sorprender que la garantía preferida en años anteriores fuera la deuda de alto rendimiento, incluidos los bonos de mercados emergentes (véase el Gráfico VI.17). Sin embargo, a medida que disminuyó la disponibilidad de dicha garantía, las sociedades gestoras de CDO se decantaron por la deuda con grado de inversión. En 2003, gran parte de los nuevos CDO de arbitraje estaban garantizados por bonos de titulización de activos (ABS), incluidos bonos de titulización hipotecaria (MBS) y otros CDO, cuyos diferenciales se habían reducido con lentitud. En Europa, el mercado ha estado cada vez más dominado por CDO sintéticos, que se basan en *swaps* de incumplimiento crediticio en vez de en garantías en efectivo. A comienzos de 2004, los diferenciales de crédito en general parecían haberse estrechado lo suficiente como para reducir las emisiones de CDO de arbitraje.

La emisión de CDO de arbitraje contribuyó a reducir los diferenciales

### *Consecuencias de la búsqueda de rentabilidad*

La búsqueda de rentabilidad implica asumir riesgos, ya que una mayor rentabilidad suele ir acompañada de un mayor nivel de riesgo. A pesar de ello, numerosos inversionistas parecieron descontar las posibles consecuencias adversas que conllevaría este riesgo adicional. Algunos desdeñaron los riesgos que estaban asumiendo enfatizando las ventajas de la diversificación. Al hacerlo, no siempre aplicaron correctamente los instrumentos utilizados en los mercados bursátiles para medir el riesgo. Así por ejemplo, muchos inversionistas utilizaron la desviación típica de los rendimientos para evaluar los beneficios derivados de la diversificación hacia bonos empresariales. Empero, la envergadura de las pérdidas derivadas de los incumplimientos hizo que esta medición simétrica del riesgo no resultara adecuada para medir el riesgo de crédito. Otros inversionistas supusieron que podrían deshacer sus inversiones antes de sufrir pérdidas graves, como fue el caso principalmente

La búsqueda de rentabilidad podría conducir a una asunción de riesgo excesiva ...

... lo que podría tener efectos adversos para los inversionistas

de las estrategias de *carry trade*, pensadas para aprovechar el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo. Los fondos de cobertura y otros inversionistas apalancados parecieron apostar fuerte tomando prestado a corto plazo para invertir en instrumentos de largo plazo con mayores rendimientos.

La búsqueda de rentabilidad ha reducido las primas que los inversionistas reciben por asumir riesgo de crédito. En la medida en que las pérdidas imprevistas por incumplimiento superen ostensiblemente dichas primas, este proceso puede tener consecuencias nefastas tanto para los inversionistas como para los emisores. Unas pérdidas excepcionalmente elevadas podrían ocasionar dificultades financieras a los inversionistas no acostumbrados a gestionar dichos riesgos. También podrían desencadenar un ajuste del precio del riesgo y provocar el regreso de unos diferenciales de crédito amplios y de mayores costes de financiación para todos los prestatarios, incluidos aquellos cuya solvencia está mejorando. Asimismo, los prestatarios podrían quedar excesivamente expuestos a un cambio en el apetito de los inversionistas por el riesgo y, por tanto, a una pérdida repentina de acceso a los mercados. Dicho cambio podría ocurrir si las tasas de rentabilidad exentas de riesgo aumentaran hasta un punto en el que cupieran de nuevo inversiones de menor riesgo con un rendimiento nominal próximo a los objetivos fijados por los inversionistas. De hecho, la ampliación de los diferenciales de rendimiento para prestatarios soberanos en los mercados emergentes hacia el final del periodo analizado refleja la importancia del nivel general de los rendimientos nominales para dichos diferenciales. Por último, una deficiente valoración del riesgo puede dañar la eficiencia económica en general a través de una asignación de recursos desacertada.

## VII. El sector financiero

### Aspectos más destacados

A lo largo del periodo examinado, el sector financiero del mundo industrializado obtuvo mejores resultados. Los bancos comerciales, tras haber demostrado su capacidad de reacción ante la reciente desaceleración económica, lograron aumentar sus beneficios ayudados por la disminución de los créditos fallidos. La mejora en países con un historial reciente de tensiones en su sector bancario se debió en parte a las medidas adoptadas para resolver problemas persistentes y en parte a un entorno macroeconómico más favorable. Asimismo, las compañías de seguros progresaron en el saneamiento de su deteriorada situación financiera, ayudadas por la evolución positiva de los mercados de activos.

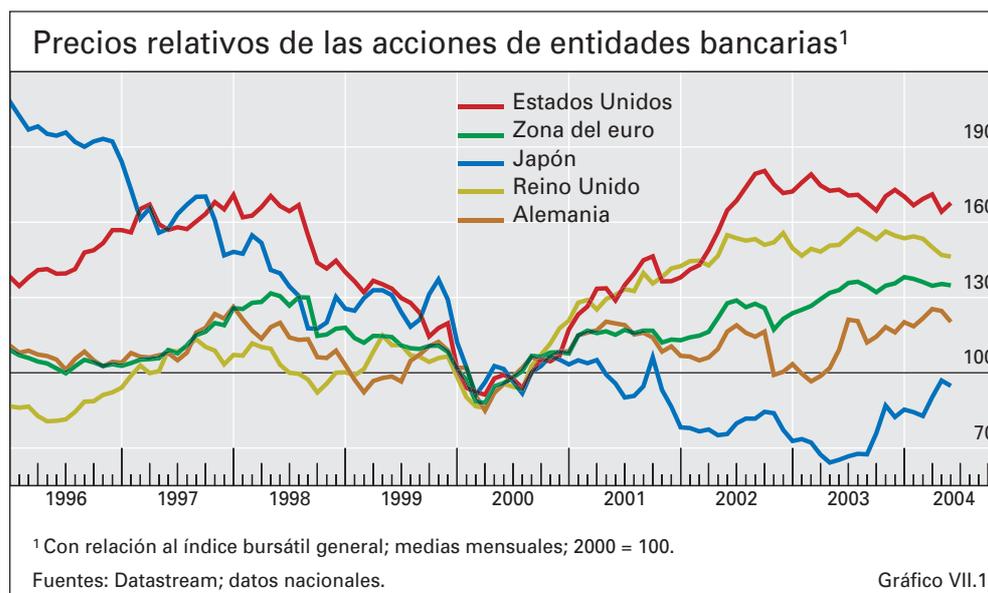
El afianzamiento de la recuperación económica influyó significativamente en los resultados de las instituciones financieras, pero también hubo factores estructurales que continuaron siendo fundamentales. Los esfuerzos de las entidades bancarias por mejorar su eficiencia racionalizando operaciones, adoptando nuevas tecnologías y consolidándose dieron sus frutos en forma de una mejor composición de costes. Además, el desarrollo y la profundización de los mercados de titulización y de transferencia del riesgo contribuyeron a que los sistemas financieros repartieran las tensiones entre un conjunto de agentes económicos más amplio y diverso, reforzando así su capacidad de reacción ante acontecimientos adversos.

La principal preocupación de cara al futuro radica en saber si el sector financiero, tras haber salido relativamente indemne de la reciente desaceleración, puede estar adelantándose al ciclo económico. En un intento por invertir de forma más rentable su capital acumulado, algunas instituciones podrían haber realizado inversiones basadas en hipótesis poco sostenibles sobre las perspectivas de crecimiento y el nivel de los tipos de interés.

### La evolución del sector financiero

La mejora del entorno macroeconómico en el periodo examinado se tradujo en unos sólidos resultados para el sector financiero de los países industrializados. A medida que se multiplicaron las señales de recuperación generalizada, los beneficios de las empresas se estabilizaron, los riesgos en perspectiva disminuyeron y los precios de los activos financieros repuntaron (véase el Capítulo VI). Este entorno propició unos mejores resultados para la banca comercial tanto en los países donde el sector partía de una base sólida como en aquéllos donde las instituciones habían atravesado por

Mejores resultados en un entorno económico más próspero



tensiones (véase el Gráfico VII.1). Además, las favorables condiciones en los mercados de activos incrementaron los beneficios de los bancos de inversión y ayudaron a las compañías de seguros a avanzar en el saneamiento de sus debilitados balances.

#### *La banca comercial*

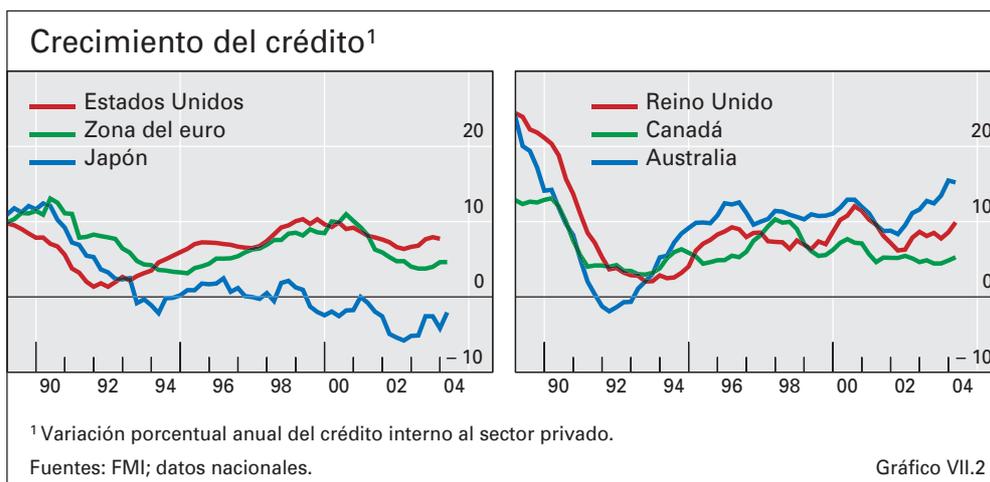
Mayores beneficios para los bancos estadounidenses y europeos ...

La disminución de los índices de morosidad, el mayor rendimiento de las inversiones y las mejoras en el control de costes favorecieron la rentabilidad de los bancos comerciales a ambos lados del Atlántico. En general, los buenos resultados coincidieron con una reducción de las provisiones para préstamos incobrables, al aplicar los bancos criterios para la

<b>Rentabilidad de los principales bancos<sup>1</sup></b>												
En porcentaje de los activos totales medios												
	Beneficio antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Estados Unidos (11)	1,52	1,71	2,04	0,69	0,69	0,44	3,11	3,11	2,99	4,03	3,54	3,41
Canadá (5)	0,91	0,61	1,00	0,41	0,58	0,23	1,96	2,07	1,99	2,84	2,75	2,78
Japón (11)	-0,69	-0,45	0,07	1,15	0,64	0,20	1,01	1,00	0,55	1,01	1,01	0,80
Australia (4)	1,47	1,49	1,49	0,27	0,26	0,21	2,22	2,16	2,13	2,15	2,04	2,30
Reino Unido (5)	1,24	1,08	1,22	0,32	0,36	0,32	2,04	1,96	1,82	2,38	2,24	2,12
Suiza (2)	0,41	0,06	0,63	0,10	0,14	0,03	0,68	0,84	0,88	2,83	2,40	2,03
Suecia (4)	0,83	0,69	0,77	0,10	0,09	0,10	1,50	1,48	1,44	1,53	1,44	1,37
Austria (2)	0,44	0,46	0,53	0,39	0,39	0,36	1,66	1,80	1,72	1,76	1,92	1,85
Alemania (4)	0,14	0,05	-0,20	0,24	0,39	0,28	0,90	0,82	0,79	1,77	1,68	1,66
Francia (3)	0,67	0,46	0,58	0,16	0,17	0,18	0,65	0,75	0,91	1,50	1,48	1,55
Italia (5)	0,90	0,53	0,81	0,53	0,63	0,51	2,21	2,25	2,05	2,42	2,44	2,52
Países Bajos (3)	0,62	0,46	0,65	0,20	0,26	0,20	1,57	1,62	1,63	2,08	1,95	1,86
España (3)	1,20	1,05	1,27	0,56	0,55	0,44	2,92	2,72	2,38	2,61	2,37	2,12

<sup>1</sup> Las cifras entre paréntesis indican el número de bancos incluidos. Para Australia, Canadá y Japón, ejercicios fiscales.  
Fuente: Fitch Ratings.

Cuadro VII.1



concesión de créditos más conservadores que a principios de la década de los 90.

La capacidad de los bancos comerciales para seguir siendo rentables puso de manifiesto su talento para hacer frente a las presiones tendentes a deprimir sus ingresos mediante reajustes inmediatos en la composición de su negocio. El primer obstáculo al aumento de los ingresos fue la persistente debilidad de la demanda de crédito por el sector empresarial, particularmente en Estados Unidos. Este reto se mantuvo a pesar de la mejora en la calidad del crédito circulante, ya que las empresas permanecieron centradas en recomponer sus balances y las mejoras de eficiencia primaron sobre el aumento de capacidad (véanse los Capítulos II y VI). En Estados Unidos, los bancos reaccionaron ante la escasa demanda de crédito por parte de las empresas aumentando sus ingresos por comisiones gracias al gasto sostenido de los hogares y a la refinanciación de hipotecas. En Europa, las entidades de crédito también buscaron el crecimiento a través del crédito al consumo, una línea de negocio que en 2003 representó el 70% de sus ingresos. El vigoroso mercado de crédito hipotecario a los hogares, donde los costes de financiación fueron bajos con relación a los ingresos, facilitó que los bancos europeos hiciesen acopio de recursos propios, resultando especialmente lucrativo en España y el Reino Unido.

... pese al lento crecimiento del crédito empresarial ...

El segundo reto lo plantearon los bajos tipos de interés oficiales y las reducciones de los diferenciales crediticios, que comprimieron el margen entre los tipos de interés de préstamo y los de depósito. Los escasos márgenes de intermediación fueron muy relevantes en Europa, donde los márgenes representan más de la mitad de la base de ingresos de las entidades bancarias (véase el Cuadro VII.1). La banca comercial española, que se enfrentó a la fuerte competencia de entidades financieras no bancarias, y el fragmentado sector italiano vieron sus ingresos muy presionados, pero lograron impulsar sus resultados por gestión de activos. En Francia, donde la dependencia en los márgenes tradicionalmente ha sido menor, la reducción de los tipos de interés reglamentarios para depósitos contribuyó a sostener los beneficios. Los márgenes de intermediación en Estados Unidos continuaron siendo los más altos entre los países industrializados; aun así, permanecieron

... y a los reducidos márgenes

en mínimos históricos, siendo compensados con unos mayores ingresos por comisiones.

Los bancos alemanes afrontaron sus retos

Alemania se reveló la principal excepción a la situación generalizada de prosperidad en los bancos europeos. La combinación de un entorno fuertemente competitivo y de la lenidad de la disciplina de mercado para fomentar una gestión prudente del riesgo continuó lastrando los resultados. La desaceleración económica deprimió los beneficios de los bancos alemanes hasta el nivel más bajo de la Europa industrializada. Además, los analistas estiman que el sector bancario mantiene préstamos dudosos por valor del 9,5% del total de créditos, un legado de la tendencia anterior de búsqueda de mayores ingresos mediante préstamos de alto riesgo. En este contexto, y en previsión de la retirada de avales estatales explícitos en 2005, algunas agencias de calificación advirtieron sobre posibles rebajas en las calificaciones de los bancos del sector público evaluados de forma independiente.

A pesar de estas dificultades, el sector bancario alemán dio muestras de algunas mejoras alentadoras que fueron principalmente reflejo de iniciativas adoptadas por las mayores instituciones del sector privado. A principios de 2003, la titulización de préstamos para crear crédito de mayor calificación mejoró la liquidez de los balances de las entidades bancarias. Asimismo, la reestructuración de préstamos de dudoso cobro para su adjudicación final a inversionistas internacionales hizo que aumentara el grado de suficiencia de capital a finales de año.

#### *El sistema bancario japonés*

Los bancos japoneses volvieron a registrar beneficios ...

El año pasado, los bancos japoneses mostraron síntomas esperanzadores de mayor solidez, pese a la persistente influencia de ciertas deficiencias crónicas. Por primera vez en 11 años, los beneficios de explotación de los principales bancos superaron los costes crediticios, gracias al efecto combinado de la recuperación de las condiciones macroeconómicas, la mejora del problema de los préstamos en mora y el buen comportamiento del mercado bursátil.

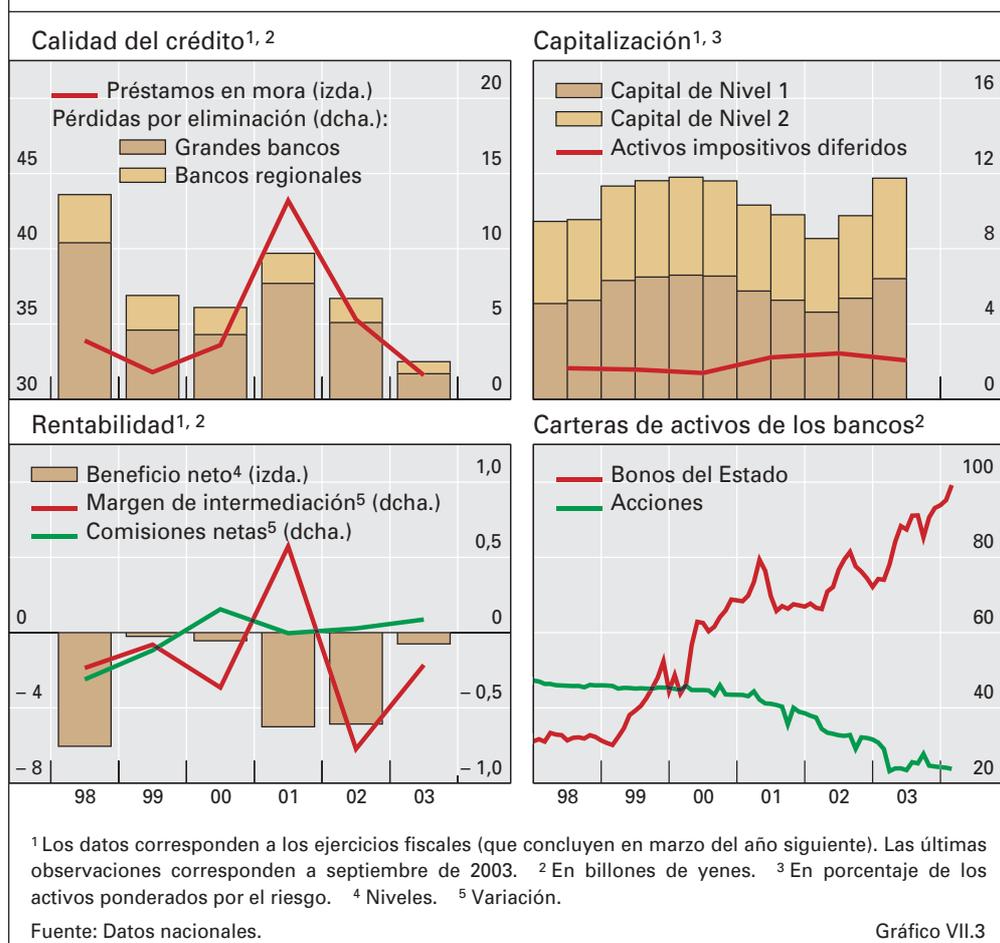
... redujeron el porcentaje de préstamos en mora ...

El problema de los préstamos en mora, que ha pesado sobre el sistema bancario japonés durante toda una década, pareció remitir finalmente a lo largo del periodo examinado. Los grandes bancos, que redoblaron sus esfuerzos para cumplir el objetivo establecido por la autoridad reguladora de reducir a la mitad las tasas de morosidad en el plazo de tres años hasta finales de marzo de 2005, parecen bien encaminados para cumplir su objetivo, al haber eliminado ya aproximadamente 13,2 billones de yenes en los primeros dos años de dicho plazo. Sin embargo, el avance fue mucho más lento para los bancos regionales, cuyos préstamos en mora disminuyeron sólo ligeramente, de 14,8 billones de yenes en marzo de 2002 a 13,9 billones en septiembre de 2003 (véase el Gráfico VII.3).

... y aprovecharon la recuperación del mercado bursátil

El repunte del mercado bursátil imprimió un impulso inesperado a los beneficios de las entidades bancarias, facilitando la amortización de préstamos en mora. Para cumplir las directrices de la autoridad reguladora, los principales bancos habían reducido drásticamente sus participaciones accionariales en años anteriores, una tendencia que invirtieron en los últimos meses para sacar partido de la subida de las bolsas. Dado que las plusvalías

## El sector bancario en Japón



de sus carteras de acciones compensaron con creces las pérdidas incurridas en el mercado de renta fija, las entidades bancarias contabilizaron un beneficio neto al revalorizarse por vez primera los títulos-valores desde que en abril de 2001 se introdujera el criterio contable de valoración a precios de mercado. Al mismo tiempo, con sus carteras accionariales sólo ligeramente por encima del capital de Nivel 1, los principales bancos se encontraron en una mejor posición para hacer frente a futuras fluctuaciones de las cotizaciones.

Aun así, persisten algunos riesgos. La mejora coyuntural de la economía puede haber reducido la vulnerabilidad de los bancos, pero ha tenido sólo un efecto limitado en los márgenes de intermediación, que continuaron siendo muy inferiores a los de otros países industrializados. Cabría afirmar que el problema de los reducidos márgenes se debe en parte a que, en el entorno deflacionario actual, los tipos de interés pasivos acusan la restricción impuesta por el límite inferior cero. También agravaron la situación obstáculos estructurales como la competencia procedente del sector público y la falta de sistemas de fijación de precios en función de los riesgos. Existen casos anecdóticos de bancos que pueden haber adoptado medidas para resolver este problema. No está tan claro, sin embargo, cómo el sector en su conjunto podría hacer lo mismo sin ir en detrimento de la oferta de crédito hacia el sector empresarial.

Sin embargo, los márgenes permanecen estrechos ...

... la calidad del capital es incierta ...

La calidad de la composición de los recursos propios bancarios también merece atención especial, dado que los fondos públicos y los activos impositivos diferidos aún representan el grueso del capital de Nivel 1. Los coeficientes de suficiencia de capital cayeron ligeramente en el ejercicio fiscal cerrado en marzo de 2003, para reponerse con fuerza en el primer semestre del siguiente. No obstante, esta mejora de los coeficientes esconde una fuerte reducción de los activos ponderados por su nivel de riesgo durante ese periodo.

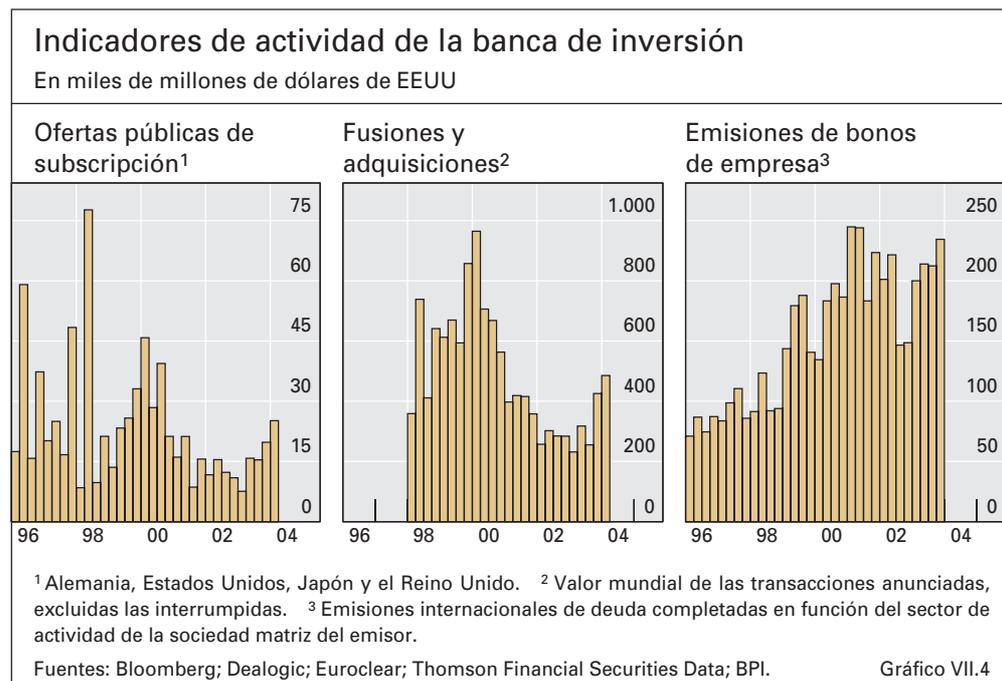
... y el papel del sector público no está claro

Un asunto más delicado al respecto es la función desempeñada por el Gobierno en la reestructuración bancaria. La considerable inyección de fondos públicos para recapitalizar bancos en situación de debilidad y rescatar entidades en dificultades hizo temer que la magnitud de las ayudas estatales pudiera debilitar el compromiso de las entidades bancarias con la reforma. Desde esta perspectiva, algunas iniciativas recientes dirigidas a eliminar gradualmente otras distorsiones causadas por la intervención estatal podrían ser de ayuda para establecer una situación de igualdad de condiciones y crear un entorno más competitivo a largo plazo. Estas medidas incluyen la privatización del servicio público de correos japonés (Japan Post) en 2003 y, a partir de abril de 2005, la imposición de un techo sobre los importes cubiertos por el fondo de garantía de depósitos y la interrupción de la compra de préstamos en mora por parte de la Industrial Revitalization Corporation, una sociedad pública creada para relanzar la actividad económica.

#### La banca de inversión

La banca de inversión recuperó su rentabilidad ...

Impulsados por unos precios de los activos favorables, los bancos de inversión de una serie de países registraron resultados muy satisfactorios durante el último año. La recuperación de los mercados bursátiles disparó sus ingresos por operaciones sobre valores, sustentados en años anteriores principalmente



en la actividad en los mercados de renta fija. La negociación con títulos hipotecarios fue otra fuente importante de ingresos. La vacilante recuperación de los mercados de fusiones y adquisiciones y de ofertas públicas iniciales de suscripción de acciones en el segundo semestre, después de tres años de escasa actividad, apenas contribuyó a la rúbrica de ingresos por servicios de asesoramiento. Por el contrario, la intensificación de la actividad en el mercado primario de títulos deuda, fruto del afán de los prestatarios por aprovechar los bajos tipos de interés y los reducidos diferenciales crediticios, contribuyó a un significativo aumento de los beneficios (véase el Gráfico VII.4).

El repunte de la rentabilidad hizo que los bancos de inversión empezaran a revertir el proceso de reducción de personal que había seguido al desplome de la inversión y del mercado bursátil a finales de la década de los 90. Las cifras de empleo, que habían caído de forma pronunciada, comenzaron a aumentar. Las instituciones buscaron crecer activamente reconstruyendo su capacidad operativa y expandiéndose hacia nuevas áreas de negocio.

... y las entidades siguieron creciendo

#### *El sector asegurador*

En 2003, varios acontecimientos macroeconómicos favorecieron los resultados de las compañías de seguros, si bien quedaron contrarrestados en parte por las dificultades por el lado del pasivo de años anteriores. En general, los sectores de no vida y de reaseguro comenzaron 2004 en mejor condición que las compañías de seguros de vida, que todavía tienen que hacer frente a retos derivados de la suficiencia de capital.

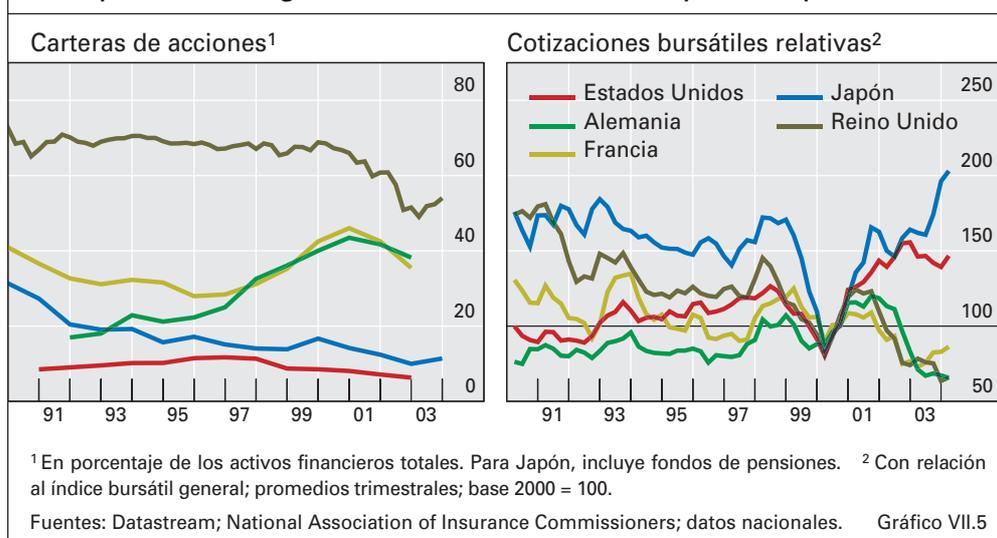
Divergencias en el sector asegurador entre ...

En el ejercicio examinado, las entidades del ramo de vida que mejores resultados obtuvieron fueron las que conjugaron pasivos valorados de forma conservadora con inversiones en renta fija de baja volatilidad y supieron aprovechar la recuperación de los mercados bursátiles. Esta estrategia sustentó los buenos resultados que de forma sostenida registraron las compañías francesas y españolas. Por su parte, el sector del ramo de vida en Estados Unidos, con un 74% de activos en bonos, se vio favorecido especialmente por el descenso de las pérdidas por préstamos fallidos. A escala más amplia, la acentuación de la pendiente de la curva de rendimientos respaldó los beneficios de las compañías de seguros de vida al ampliar la brecha entre la rentabilidad de sus inversiones y los pagos garantizados en sus pólizas. Ayudado además por un descenso de las tasas de mortalidad y por una menor presión sobre los márgenes procedente de las rentabilidades garantizadas, el sector japonés batió al índice bursátil general por el margen más amplio entre los principales países industrializados (véase el Gráfico VII.5).

... las compañías del ramo de vida que arrastran un legado de pérdidas ...

No obstante, el pasado año también puso de manifiesto problemas en la actividad del ramo de vida que probablemente persistan. En Estados Unidos, el abandono de los productos de vida tradicionales y las presiones competitivas aumentaron la volatilidad de los ingresos y frenaron la acumulación de capital. Los sectores alemán y británico experimentaron graves dificultades, incluida la quiebra de grandes empresas nacionales, como consecuencia de las pérdidas por pólizas excesivamente generosas que

## Compañías de seguros: carteras de acciones y desempeño



habían inducido a las aseguradoras a buscar mayores rendimientos en inversiones más arriesgadas.

... y se enfrentan a nuevos entornos reguladores ...

Las compañías del ramo de vida de la Unión Europea se enfrentan a otros retos; a saber, los cambios propuestos en las normas de presentación de informes financieros y las normas reguladoras de solvencia. Las nuevas normas internacionales de contabilidad propuestas apuestan por un equilibrio más transparente entre la rentabilidad de las inversiones y las pólizas vendidas, pero también es probable que aumenten la volatilidad de los resultados registrados. También se prevé que la introducción de un nuevo marco de solvencia incremente los requerimientos de capital de una serie de compañías de la Unión Europea. Las aseguradoras de Alemania, el Reino Unido y Suecia son responsables de gran parte del déficit de capital (estimado en 65 mil millones de euros) que habría registrado el ramo de seguros vida de la Unión Europea si dichos requisitos hubieran estado en vigor en 2003. Este déficit latente representa aproximadamente una cuarta parte de los recursos propios totales del sector, pero se concentra en aproximadamente una tercera parte de las compañías, lo cual indujo a los expertos a predecir una redistribución considerable de la cuota de mercado hacia las compañías de seguros de vida que mantienen unos balances holgados y estables.

... y las compañías del ramo de no vida en mejor condición

La disciplina en el aseguramiento de riesgos, sumada a una incidencia de catástrofes naturales inferior al promedio, reportó grandes beneficios al ramo de no vida. Los mejores resultados de suscripción de pólizas en las compañías estadounidenses redujeron sus índices de siniestralidad, aun cuando sus costes aumentaron. Sin embargo, las mayores provisiones técnicas requeridas para cubrir las obligaciones contraídas en períodos de suscripción previos siguieron afectando a la rentabilidad. En Europa, a diferencia de las entidades del ramo de vida, las de no vida consiguieron aislarse bastante bien de la volatilidad de los mercados bursátiles y vieron crecer sus volúmenes de primas por encima de su tendencia histórica. Igualmente, en las aseguradoras del ramo de no vida japonesas el repunte de las primas contribuyó a mejorar los resultados.

La mejora general de los precios de las acciones del sector reasegurador, tanto en Europa como en Estados Unidos, fue ante todo consecuencia de la mayor confianza del mercado en compañías que adoptaron medidas enérgicas para reforzar sus recursos propios. En Estados Unidos, las compañías de reaseguro de reciente creación o recapitalización presumieron de una rentabilidad sobre recursos propios del 20% anual. En Europa, el sector aumentó sus beneficios en 2003 merced a la reducción en la dotación de provisiones y a la pronunciada curva de rendimientos, que aumentó la rentabilidad de las inversiones.

Las entidades de reaseguros subsanaron sus deficiencias

## Factores que favorecieron los buenos resultados

### Factores cíclicos

Los buenos resultados del sector financiero se debieron en gran parte a la confluencia de una serie de factores cíclicos, principalmente el fortalecimiento del ritmo de recuperación económica y la orientación acomodaticia de las políticas económicas, especialmente la monetaria. Los bajos tipos de interés

El sector financiero aprovechó la recuperación y los bajos tipos de interés

Precios de los inmuebles de uso comercial <sup>1</sup>					
	1995-2002	2003	2003	Pro memoria: Tasas de desocupación de espacio de oficinas <sup>2</sup>	
	Variación nominal <sup>3</sup>		Nivel <sup>4</sup>	2002	2003
Estados Unidos	3,2	-2,5	35,4	15,6	16,7
Japón	-8,7	-10,2	34,5	8,0	8,5
Alemania	4,1	-18,4	50,8	7,1	9,8
Reino Unido	2,8	-4,1	32,7	8,0	11,3
Francia	5,9	-3,4	60,7	5,9	6,0
Italia	11,6	-5,1	77,6	4,7	5,4
Canadá	4,2	-2,7	47,9	13,7	15,6
España	12,5	-10,9	42,3	4,8	7,7
Países Bajos	7,5	-3,0	81,8	7,4	9,7
Australia	4,2	4,0	50,7	8,3	10,3
Suiza	0,2	-2,2	59,0	8,0	10,8
Bélgica	4,0	10,9	84,4	8,8	9,5
Suecia	4,9	-8,0	47,2	12,5	18,3
Noruega	6,8	-1,9	56,3	8,3	11,0
Dinamarca	7,2	-1,2	82,5	2,5 <sup>5</sup>	9,0
Finlandia	4,2	-4,7	59,4	1,7 <sup>5</sup>	7,0
Irlanda	15,5	0,2	83,5	18,4	17,5

<sup>1</sup> Para Australia, Bélgica, España e Italia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del suelo. <sup>2</sup> Porcentaje del espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios terminados dentro de un mercado con respecto a la oferta total. Para Estados Unidos y Suiza, en todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia, Italia y Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, las capitales. <sup>3</sup> Variación porcentual anual. <sup>4</sup> Periodo en el que los precios de los inmuebles comerciales en términos reales alcanzaron su nivel máximo = 100. <sup>5</sup> 2001.

Fuentes: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; datos nacionales.

Cuadro VII.2

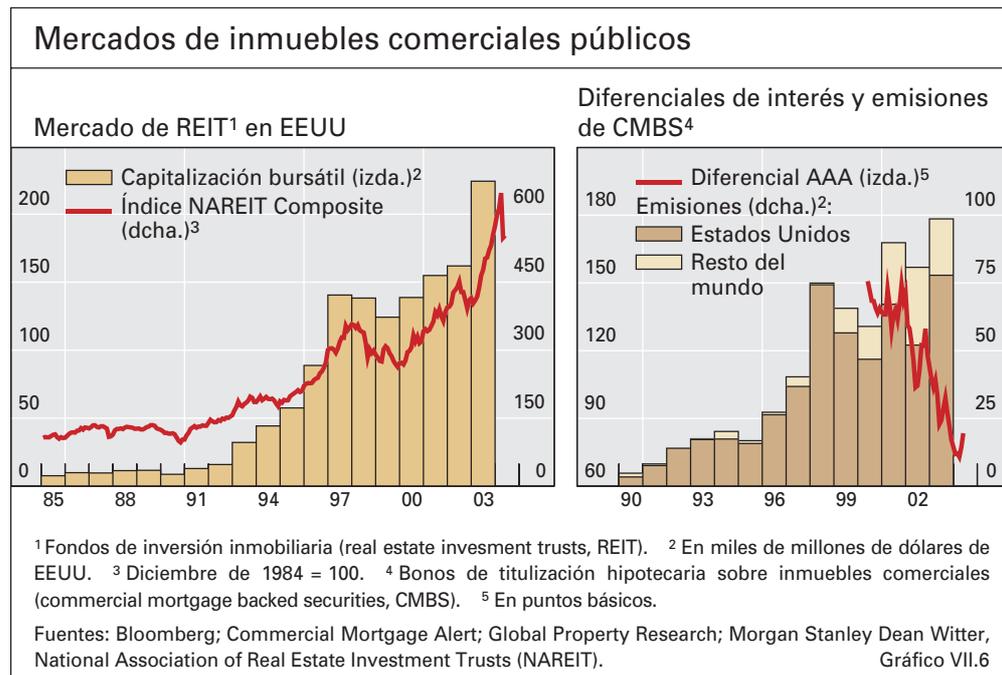
ayudaron a las instituciones a financiar sus posiciones y protegieron sus resultados de explotación frente al impacto de las dificultades por las que atravesaron durante el reciente periodo de desaceleración. Los precios de los activos también fueron esenciales para modelar la situación general de las instituciones financieras. La reciente recuperación de estos precios sustentó los buenos resultados de los bancos de inversión y ayudó a sanear los balances de las compañías de seguros. El auge de la actividad en los mercados de la vivienda constituyó una sustancial fuente de ingresos para los bancos de muchos países, al tiempo que la ausencia de problemas con las inversiones en inmuebles de uso comercial, a menudo un importante motivo de tensión para los bancos en el pasado, también favoreció el resultado neto.

La caída de precios de los inmuebles comerciales ...

Cabe señalar que los precios de los inmuebles de uso comercial cayeron en 2003 en casi todos los países industrializados, tras haber subido levemente desde 1995 (véase el Cuadro VII.2). Aun cuando las bajadas de los precios fueron moderadas en la mayoría de los casos, en Alemania, Japón y España superaron el 10%. Asimismo, los indicadores fundamentales siguieron divergiendo. La demanda de espacio de oficinas (sin incluir inmuebles de primera calidad) no se recuperó dada la ausencia de un repunte en el empleo, mientras que la demanda de suelo para locales comerciales creció, reflejando así la continuada fortaleza del consumo.

... no afectó a los beneficios de los bancos gracias a la titulización

Aun así, el reajuste de los precios de los inmuebles comerciales fue limitado con respecto a la experiencia reciente, como también lo fue su efecto en la rentabilidad del sector bancario. Ello se debió en parte a la prudencia en la concesión de préstamos para la promoción de inmuebles comerciales tras el último desplome del mercado a principios de los años 90, lo que contribuyó a evitar un auge de precios. También fue un reflejo del continuo desarrollo de los mercados de instrumentos ligados a la financiación de inmuebles de uso



comercial (bonos de titulación de activos, fondos de inversión inmobiliaria y otros instrumentos de participación en capital), que proporcionaron una alternativa al crédito intermediado por bancos y aportaron un canal de dispersión de los riesgos asociados (véase el Gráfico VII.6). Los precios de estos instrumentos aumentaron al intensificarse la demanda de inversionistas institucionales en busca de oportunidades de inversión más rentables al margen de las categorías de activos más tradicionales.

#### *Factores estructurales*

Además de estas influencias cíclicas, varios factores estructurales sostuvieron el buen comportamiento del sector financiero. Dichos factores guardan relación con la reestructuración a más largo plazo de las líneas de negocio de los bancos, la mayor atención concedida al negocio minorista y el perfeccionamiento de los mecanismos de transferencia de riesgos.

#### *Reestructuración del sector bancario*

Durante la década de los 90, las entidades bancarias buscaron racionalizar su estructura de costes internos y mejorar la eficacia de sus actividades comerciales, al tiempo que tendieron a aumentar la estabilidad de sus resultados diversificando sus fuentes de ingresos. Resultado visible de estos esfuerzos fue también la ola de fusiones y adquisiciones en el sector financiero que marcó la segunda mitad del decenio. La capacidad de recuperación del sector financiero ante la reciente fase de desaceleración económica es fruto en parte de estos esfuerzos.

La reestructuración ha generado capacidad de reacción

La contención de costes internos se materializó ante todo en reducciones de personal. El mayor recurso a las tecnologías informáticas (TI) y a la externalización de actividades y servicios (*outsourcing*) permitió a los bancos aprovechar economías de escala y centrar sus operaciones en las actividades básicas de intermediación y distribución de productos financieros (véase el Cuadro VII.3). Los bancos de Norteamérica comenzaron este proceso con anterioridad en la década de los 90 y podría decirse que han avanzado más rápido. Las instituciones europeas, por su parte, les han seguido con plena determinación en los últimos tiempos. El proceso lo desencadenó en una serie de países la retirada del sector público de la estructura accionarial de entidades bancarias, pero se vio dificultado a menudo por la rigidez de los mercados de trabajo nacionales. Los bancos japoneses, tras un arranque especialmente lento, han acelerado la ejecución de planes de racionalización.

Búsqueda de la eficiencia interna en todas las áreas

A diferencia de las tendencias en torno a los costes de personal, el panorama es menos nítido en el área de las redes de sucursales (véase el Cuadro VII.3). Mientras que el despliegue de nuevas tecnologías supondría pasar a canales de distribución más rentables que la oficina bancaria tradicional, el éxito de las diversas formas de banca a distancia ha sido más bien desigual. Además, una concentración más intensa en el segmento de la banca minorista (véase más adelante) ha transformado las redes de sucursales en espacios de venta clave de unos servicios financieros cada vez más diversos.

Reestructuración del sector bancario <sup>1</sup>											
	Concentración <sup>2</sup>			Número de sucursales <sup>3</sup>				Empleo <sup>3</sup>			
	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	Variac. <sup>5</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	Variac. <sup>5</sup>
Estados Unidos	13	21	24	72,8	77,3	84,8	0,0	1.911	1.847	2.129	0,0
Japón	42	39	42	24,7	25,4	22,7	-11,8	593	561	447	-27,8
Alemania	17 <sup>6</sup>	17	22	43,3	47,1	38,2	-22,3	696	751	732	-3,5
Francia	52	38	45	25,7	25,5	26,2	0,0	399	386	384	-3,8
Reino Unido	49	47	41	19,0	14,3	12,9	-32,4	423	360	360	-15,0
Italia	24	25	27	17,7	25,6	29,9	0,0	324	343	341	-4,3
Canadá	83	87	87	8,7	9,4	10,4	0,0	211	264	279	0,0
España	38	47	55	35,2	37,6	39,4	0,0	252	242	239	-6,6
Australia	65	69	77	6,9	6,1	4,9	-31,2	357	308	344	-3,4
Países Bajos	74	79	84	8,0	7,0	3,7	-54,1	123	120	140	-9,6
Bélgica	48	57	83	8,3	7,4	5,6	-33,2	79	77	75	-5,6
Suecia	70	90	90	3,3	2,5	2,0	-37,2	45	43	42	-7,7
Austria	35	44	44	4,5	4,7	4,4	-6,2	75	75	75	-2,4
Suiza	54	73	80	4,2	3,3	2,7	-35,9	120	107	100	-16,8
Noruega	68	59	60	1,8	1,6	1,2	-32,9	31	24	22	-22,4
Finlandia	65	77	79	3,3	1,7	1,6	-55,8	50	30	27	-49,3

<sup>1</sup> Entidades de depósito, que generalmente incluyen bancos comerciales, cajas de ahorros y diversos tipos de mutuas y cooperativas bancarias. <sup>2</sup> Porcentaje de los activos de los cinco bancos principales con respecto a los activos de todos los bancos. <sup>3</sup> En miles. <sup>4</sup> Para Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Suecia, 2002. <sup>5</sup> Variación porcentual desde el máximo (a partir de 1990) hasta las observaciones más recientes; 0,0 indica que 2003 fue el año del máximo. <sup>6</sup> 1995.

Fuentes: Asociaciones nacionales de bancos; datos nacionales. Cuadro VII.3

Un ritmo de consolidación más lento

La consolidación entre entidades continúa siendo una opción estratégica preferente en el sector, a pesar de la considerable desaceleración del ritmo de fusiones en comparación con finales de los años 90. Prueba de ello fueron las dos importantes operaciones que el año pasado dieron lugar a la segunda y tercera entidades bancarias más grandes de Estados Unidos por volumen de activos. Además, la consolidación bancaria a escala local y regional prosiguió en aquel país tras el desmantelamiento de estructuras institucionales que históricamente habían contribuido a la fragmentación del sistema bancario estadounidense. En Europa, también siguió la consolidación entre bancos a escala nacional, aunque a un ritmo más lento, si bien las operaciones internacionales fueron de nuevo la excepción. De hecho, la decepción por las persistentes dificultades para crear un mercado bancario paneuropeo persuadió a algunos bancos europeos a reducir el tamaño de sus participaciones estratégicas internacionales, consideradas antes preludios de operaciones de mayor entidad, a fin de reforzar su posición financiera en el mercado interno.

#### *Estrategias de la banca minorista*

Crecimiento en el negocio bancario minorista

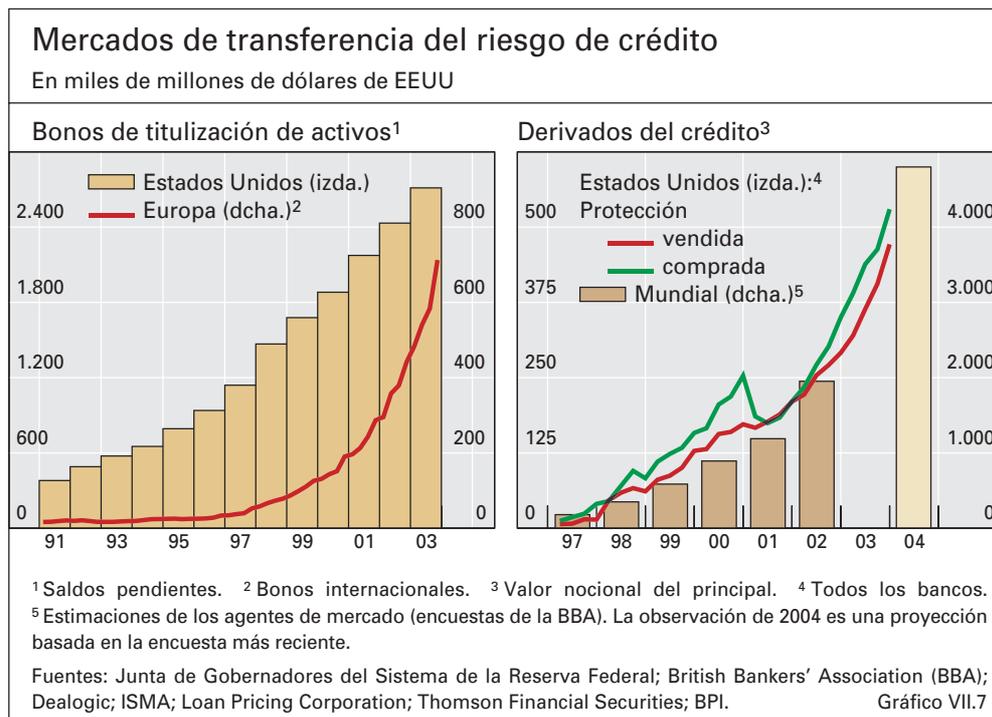
La pujante demanda de crédito al consumo ha representado una grata fuente de ingresos para los bancos enfrentados a un estancamiento de la demanda de crédito en el sector empresarial y a márgenes de intermediación reducidos. Las entidades bancarias de numerosos países han seguido una estrategia de intensa expansión centrada en el crecimiento de su negocio de banca minorista. El crédito hipotecario, la financiación mediante tarjetas de crédito,

los préstamos para la compra de automóviles y las líneas de crédito sin garantía real son algunas de las líneas de productos que más crecen. Además, otros servicios a comisión destinados a las familias, como la comercialización de productos financieros de terceros y los servicios de intermediación de valores, se han convertido en una sustancial fuente de ingresos. Esta tendencia podría intensificarse con la introducción en los próximos años del nuevo marco de suficiencia de capital para las entidades bancarias, que reconoce el efecto mitigador de una mayor diversificación del riesgo en el segmento minorista y de crédito a particulares en comparación con el crédito a empresas.

Los ingresos por comisiones se ven como un posible modo de suavizar el carácter cíclico de los resultados, en especial cuando las entidades han logrado crearse un nombre y mantener su cuota de mercado. La experiencia reciente corroboró esta afirmación, dado que los ingresos por comisiones amortiguaron en buena medida la caída de los márgenes de intermediación. De hecho, la sustitución del margen de intermediación por ingresos por comisiones fue más intensa en los países con un entorno más competitivo. Esta situación demostró en parte que la demanda de los consumidores parecía menos sensible a los cargos por comisiones que a los tipos de interés, posiblemente porque las estructuras de comisiones son más opacas y dificultan las comparaciones entre distintos proveedores de servicios.

#### *Mercados de transferencia del riesgo*

El rápido desarrollo de nuevos mercados de transferencia del riesgo en los últimos años ha aumentado la capacidad del sistema financiero de absorber pérdidas y ha contribuido a su buen funcionamiento al facilitar la dispersión del riesgo entre instituciones e inversionistas.



El aumento de la titulización ...

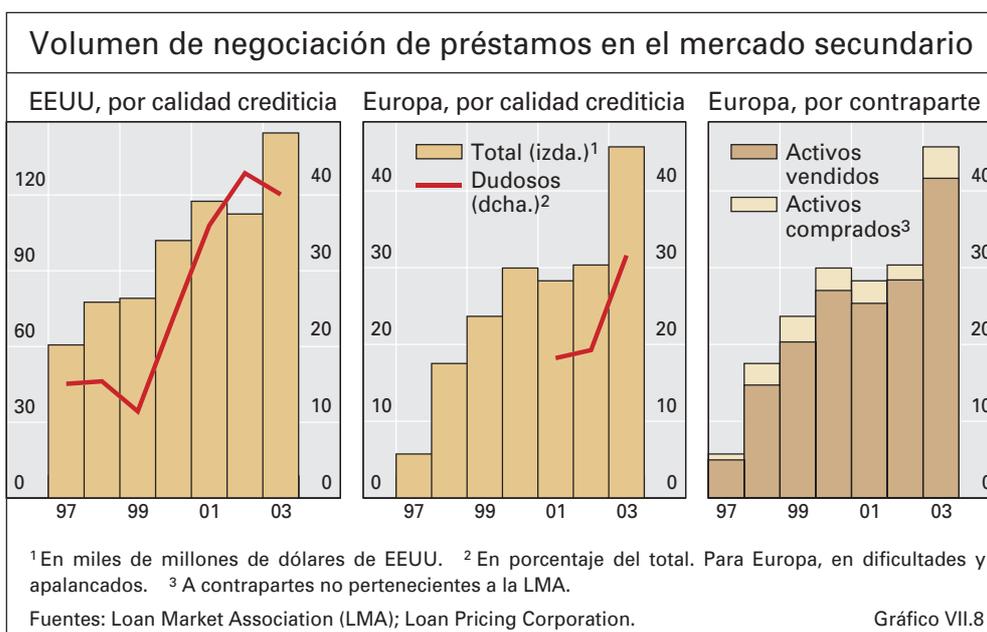
El crecimiento de los mercados de titulización de créditos bancarios se vio impulsado por la demanda de los inversionistas institucionales y por los avances en las tecnologías financieras, informáticas y de comunicaciones (véase el Gráfico VII.7). El segmento de titulización hipotecaria se expandió de forma particularmente intensa en Estados Unidos, estimulado por un mercado primario en auge y el aumento de la liquidez. En Europa, los mercados de bonos de titulización de activos se beneficiaron de la introducción de la moneda única y de mejoras en la infraestructura operativa y jurídica.

... y la profundización de los mercados secundarios de crédito ...

El mercado secundario de créditos sindicados también ha crecido en los últimos años. Durante el periodo examinado, la negociación de créditos sindicados en Estados Unidos (el mayor mercado secundario de crédito) creció un 25% (véase el Gráfico VII.8), mientras que en Europa lo hizo más de un 50%. Los préstamos dudosos siguieron representando un porcentaje considerable del volumen total negociado en el mercado secundario estadounidense y ganaron importancia en Europa. Cabe señalar que esta situación fue reflejo en cierta medida de las mayores dificultades financieras por las que atravesaron las empresas europeas. No obstante, también fue indicativa del sostenido apetito de los inversionistas por el riesgo y de la mejor capacidad del mercado para absorber una proporción mayor de préstamos negociados por debajo de su valor nominal.

... han introducido nuevos actores

La creciente participación de inversionistas de todo tipo en el mercado secundario de crédito ha sido un factor clave de su éxito para dispersar riesgos a través del sistema financiero. La proporción de créditos sindicados nacionales en poder de las entidades bancarias estadounidenses ha ido descendiendo lentamente en los últimos años. Al mismo tiempo, las entidades no bancarias y los agentes extranjeros mantienen proporcionalmente más préstamos dudosos que sus bancos homólogos en Estados Unidos.



Una evolución similar se observó en el mercado de derivados de crédito, donde las entidades no bancarias (principalmente las compañías de seguros y los fondos de cobertura) han sido vendedoras netas de protección. Además, las entidades bancarias más pequeñas con una mayor orientación regional en su negocio crediticio se han servido de instrumentos derivados para aumentar sus operaciones con entidades extranjeras como una forma de diversificación.

## Mayor propensión a asumir riesgos

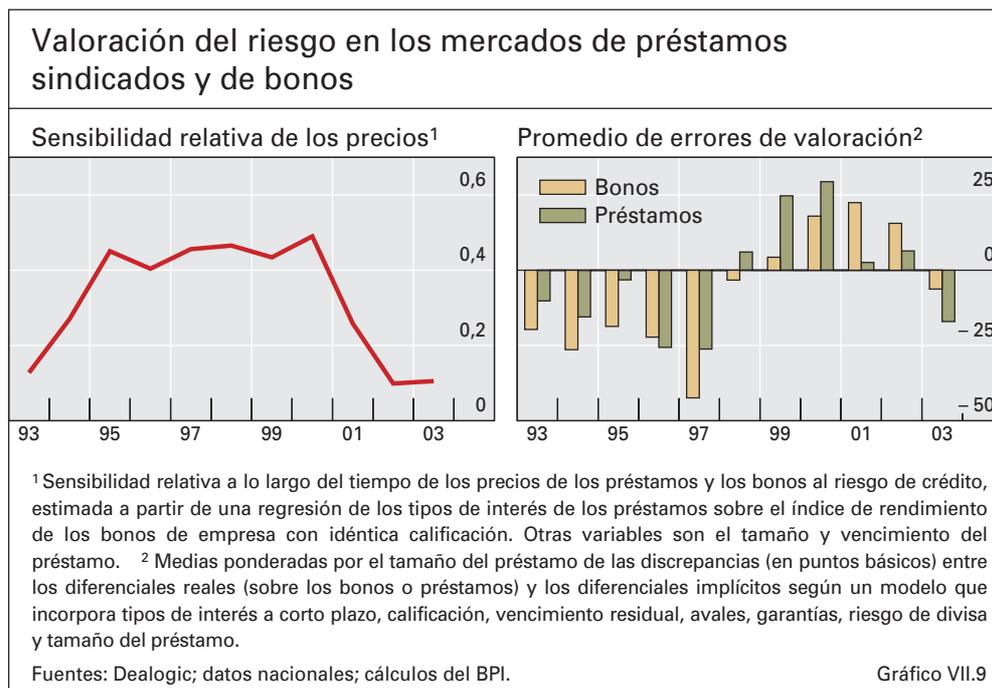
Los buenos resultados, junto con unas expectativas cada vez más optimistas, han fomentado una mayor asunción de riesgos en un sector financiero que salió relativamente indemne de la reciente fase de desaceleración económica. También podrían haber contribuido unos elevados niveles de capitalización, el recrudescimiento de la competencia, la abundancia de liquidez en los mercados financieros y el entorno de bajos tipos de interés. Manifestaciones de este tipo de comportamiento pueden encontrarse en las prácticas de determinación de precios y en la creciente importancia de determinados segmentos del negocio, como la negociación por cuenta propia. Preocupa que el sector financiero pueda haberse vuelto más vulnerable ante imprevistos en el ritmo y tipo de crecimiento de la actividad económica, así como en la evolución futura de los tipos de interés.

Mayor asunción de riesgos por los bancos ...

### Manifestaciones de la asunción de riesgos

En los últimos años, se han dado muestras de una valoración más agresiva del riesgo de crédito en los mercados de bonos y, en especial, en los de préstamos sindicados. Los rendimientos observados en ambos segmentos son sustancialmente inferiores a los niveles previstos extrapolando su

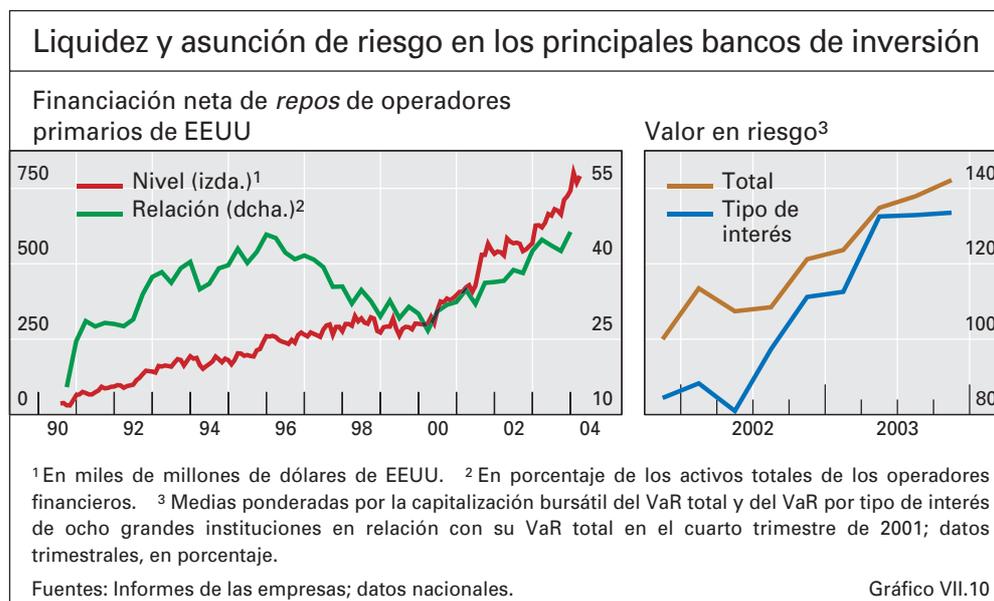
... puesta de manifiesto en la valoración de los créditos ...



relación histórica con el nivel habitual de tipos de interés y en función del riesgo asociado con la idiosincrasia de las distintas facilidades. Aunque en los dos últimos años la valoración de dicho riesgo ha sido cada vez menos conservadora en ambos mercados (véanse, por ejemplo, los comentarios del Capítulo VI), los diferenciales en el mercado de préstamos sindicados parecen haber caído relativamente más rápido (véase el Gráfico VII.9, panel derecho). El reciente estrechamiento de márgenes en los dos mercados recuerda a las condiciones imperantes hacia finales del periodo anterior de bajos tipos de interés de 1993–95, si bien resulta menos acentuado si se compara con el bienio que abocó a la crisis asiática. La valoración del riesgo se tornó crecientemente rigurosa a finales de los años 90, posiblemente favorecida por la intensidad de la demanda, antes de que se impusiese la reciente contracción de los diferenciales de crédito. Una comparación de la valoración de riesgos en préstamos y bonos en sus respectivos mercados revela que, para prestatarios de calificación crediticia similar, la sensibilidad de los rendimientos al riesgo de crédito ha sido menor en los préstamos que en los bonos (véase el Gráfico VII.9, panel izquierdo). De hecho, la convergencia en la valoración de riesgos observada en la década de los 90 parece haberse invertido rápidamente a medida que los mercados crediticios parecen haberse vuelto mucho menos discriminatorios desde 2001.

... y en el énfasis en la negociación por cuenta propia

Otro síntoma de la mayor asunción de riesgos es una mayor exposición de los bancos de inversión a la negociación por cuenta propia. Esta tendencia se aprecia en que la mayor parte del aumento generalizado en la exposición del capital al riesgo de mercado, según refleja el valor en riesgo (VaR) del sector en 2003, puede atribuirse a un mayor riesgo de tipos de interés (véase el Gráfico VII.10). La alta volatilidad de los mercados de bonos durante el verano boreal habría desempeñado un papel fundamental en el aumento del VaR por tipos de interés de los bancos en el tercer trimestre de 2003. Sin embargo, a finales de 2003 este cálculo del VaR seguía siendo un 20% superior



al de un año antes, incluso después de que las instituciones hubieran tenido tiempo de ajustar sus posiciones de riesgo.

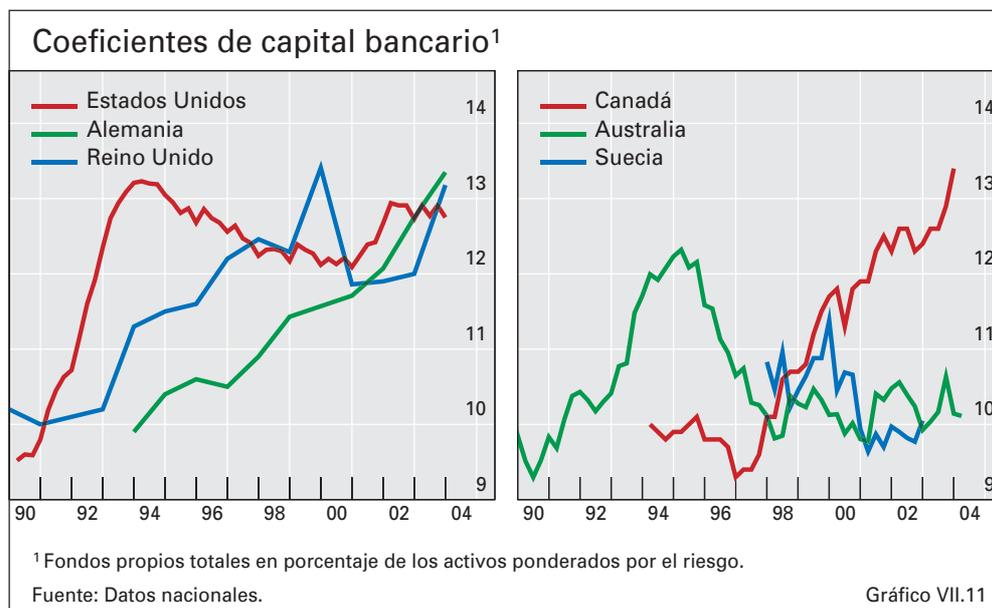
Durante el periodo examinado, el sistema financiero continuó aumentando su exposición directa e indirecta al sector de fondos de cobertura (*hedge funds*). A medida que estos fondos de gestión alternativa crecieron en número y tamaño, se intensificó la competencia entre las mayores entidades bancarias por el rentable negocio de servicios especializados de intermediación, atrayendo a actores que prácticamente se habían retirado de esta actividad unos años antes. Asimismo, los bancos habrían invertido cantidades significativas de su propio capital en fondos de cobertura de renta fija, como estrategia complementaria a la expansión de sus operaciones de negociación por cuenta propia. Estas afluencias de capital, unidas al creciente interés mostrado por los inversionistas institucionales, han contribuido a que los fondos de cobertura se conviertan en actores importantes del mercado de crédito a empresas.

*Factores que contribuyen a asumir más riesgo*

La mayor asunción de riesgos por parte de las entidades bancarias puede hallar explicación en la confluencia de una serie de factores de la coyuntura actual. El factor principal parece ser la acumulación de unos sólidos excedentes de recursos propios como consecuencia de los buenos resultados anteriores y de unas mejores condiciones económicas (véase el Gráfico VII.11). La escasa rentabilidad en algunas de las líneas de negocio más tradicionales puede haber apremiado a los bancos a buscar oportunidades lucrativas para su capital en actividades de mayor riesgo. De modo similar, una disminución de los ingresos procedentes de la clientela en el ámbito de la consultoría empresarial ha motivado la búsqueda de rentabilidad en la banca de inversión.

La asunción de riesgos estimulada por el excedente de capital ...

Otro factor está relacionado con la intensificación de la competencia en el segmento de la intermediación financiera tradicional. La demanda de crédito



... una mayor competencia ...

por parte de las empresas ha sido escasa debido a la reducción de sus inversiones, a la menor actividad de fusiones y adquisiciones y al aumento de préstamos sindicados contratados directamente por los prestatarios. Todo ello ha endurecido la competencia de precios entre los prestamistas con el fin de captar negocio de inversión crediticia, incluso aunque no existan perspectivas reales de que el prestatario vaya a generar en el futuro un negocio secundario que origine comisiones, como servicios de asesoría en fusiones o de aseguramiento de emisiones de deuda. El estrechamiento de los diferenciales de los bonos y del crédito (véase el Gráfico VII.9) es indicativo de este fenómeno generalizado de búsqueda de negocio.

... y una amplia liquidez

Por último, el creciente interés por la negociación por cuenta propia se vio favorecido por una abundante liquidez en los mercados financieros y por un mayor apetito por el riesgo. La financiación neta de operaciones con pacto de recompra por los principales intermediarios financieros de Estados Unidos se ha acelerado en los tres últimos años. En porcentaje de sus activos totales, dicha financiación casi se duplicó entre principios de 2002 y finales de 2003 (véase el Gráfico VII.10, panel izquierdo). La comodidad derivada del uso más generalizado de tecnologías avanzadas para la gestión de riesgos y de la actitud más relajada de los accionistas ante unos rendimientos volátiles durante un periodo de crecimiento de los beneficios bien ha podido reforzar el recurso de los bancos a la negociación por cuenta propia.

#### *Peligros potenciales*

El principal peligro de asumir más riesgos radica en que el sector financiero se vuelve más vulnerable ante una evolución negativa del crecimiento económico y de los tipos de interés.

Vulnerabilidad ante la subida de los tipos de interés ...

El principal riesgo de la búsqueda de nuevos negocios antes mencionada es que las entidades bancarias pueden haber otorgado préstamos a un precio demasiado bajo apoyándose en previsiones optimistas de un entorno duradero de tipos de interés bajos y de elevadas tasas de crecimiento económico sostenido. Cuando los diferenciales de crédito son estrechos, se reduce considerablemente la capacidad de absorber pérdidas. Si la recuperación económica resultara desequilibrada o más lenta, podría generarse un mayor número de incumplimientos entre las empresas prestatarias de lo que las entidades bancarias han descontado en sus diferenciales de riesgo. Esta situación podría desembocar en pérdidas por insolvencias crediticias inesperadamente altas para los prestamistas. A su vez, un sector financiero dañado por un entorno macroeconómico adverso podría debilitar aún más el panorama macroeconómico, por ejemplo restringiendo en mayor medida la concesión de créditos.

... y ante una curva de rendimientos más plana

El riesgo principal que corren los bancos de inversión en la negociación de productos de renta fija por cuenta propia surge de confiar en la abundante liquidez del mercado y en la inclinación de la curva de rendimientos. Si estas actividades registrasen grandes pérdidas, algunos participantes podrían verse afectados si la liquidez del mercado se agotara o la curva de rendimientos se aplanara más allá de las expectativas ya incorporadas en los actuales tipos de interés a plazo. Además, deshacer simultáneamente

las posiciones más arriesgadas podría activar o agudizar movimientos desfavorables en el mercado, particularmente en mercados con mucha concentración (véase el Capítulo VI).

Las autoridades de Estados Unidos han expresado similar preocupación con respecto al nivel de endeudamiento de las empresas respaldadas por el Gobierno. En septiembre de 2003, estas empresas acumulaban una deuda por importe de 2,4 billones de dólares, cuyos recursos se destinaron a acumular carteras de hipotecas y de bonos de titulación hipotecaria, muy sensibles a las oscilaciones en los tipos de interés o a la actividad de refinanciación. Aun cuando las instituciones siguen cubriendo estos riesgos, la magnitud de los mismos ha suscitado dudas acerca de la capacidad del sistema en su conjunto para absorber sin problemas el riesgo de tipos de interés más altos. Dado que la cobertura requiere vender bonos con vencimiento a largo plazo a medida que suben los tipos, el efecto en el mercado de bonos podría ser significativo.

## La deuda de los hogares y la estabilidad financiera

Tal y como se ha señalado anteriormente, la capacidad de reacción del sector bancario se debió en parte a la fuerte demanda de servicios financieros por los hogares, incluidos servicios hipotecarios y crédito al consumo. El crecimiento de la deuda de los hogares no sólo proporcionó ingresos por comisiones a las entidades bancarias, sino que también redujo el riesgo de crédito gracias al buen comportamiento de los préstamos inmobiliarios en un contexto de subida del precio de la vivienda.

A lo largo de los últimos años, la deuda de los hogares ha aumentado hasta alcanzar niveles históricos en muchos países, principalmente por el bajo coste del endeudamiento y el relajamiento de las restricciones de liquidez. El crecimiento de la deuda de los hogares ha sido especialmente marcado en Australia, España y los Países Bajos, con tasas de crecimiento medio anual entre el 12% y el 15% en los últimos cinco años, seguidos de Italia, el Reino Unido, Estados Unidos y algunos de los países nórdicos (véase el Cuadro VII.4). Por el contrario, el endeudamiento de los hogares en Alemania y Japón casi no ha experimentado variaciones. En conjunto, la relación entre la deuda de los hogares y la renta personal disponible aumentó de forma constante en la mayoría de los países industrializados, pasando de un promedio cercano al 90% en 1990 al 115% en 2003.

El aumento del endeudamiento de los hogares se ha producido en un contexto de rápido crecimiento de la riqueza de las familias y de niveles de tipos de interés muy bajos. Con respecto a la riqueza, el valor de los activos de los hogares creció de forma considerable en la última década, estimulado en un primer momento por el auge del mercado de valores y más recientemente por unos precios de la vivienda más elevados. Concretamente en 2003, el buen comportamiento de ambos mercados provocó un notable incremento del patrimonio neto de las familias en los países de la OCDE. Por consiguiente, el aumento de la deuda de los hogares es menos señalado cuando se lo compara con el crecimiento de los activos totales de las familias

La deuda de los hogares ha aumentado considerablemente ...

... al tiempo que lo ha hecho la riqueza ...

Precios de la vivienda y deuda de los hogares					
	Inmuebles residenciales			Deuda de los hogares <sup>1</sup>	
	1995–2002	2003	2003	1995–2002	2003
	Variación nominal <sup>2</sup>		Nivel <sup>3</sup>	Variación nominal <sup>2</sup>	
Estados Unidos	5,8	8,0	100	8,2	10,8
Japón <sup>4</sup>	-3,0	-5,8	65	0,3	-0,1
Alemania	0,1	-1,0	84	4,2	1,0
Reino Unido	11,9	10,0	100	8,5	9,3
Francia	4,8	16,4	100	7,1	7,2
Italia	3,7	10,7	100	8,4	6,6
Canadá	3,6	11,0	100	5,9	6,2
España	9,8	17,3	100	14,5	12,6
Países Bajos	11,2	3,6	100	13,3	9,4
Australia	9,0	18,9	100	12,4	11,9
Suiza	0,1	2,8	67	3,3	6,6
Bélgica	5,4	7,6	100	3,5	2,2
Suecia	8,0	6,1	100	7,1	8,2
Noruega	8,3	3,7	97	8,3	6,7
Dinamarca	7,1	3,2	100	8,2	8,2
Finlandia	8,2	7,4	84	7,0 <sup>5</sup>	12,3
Irlanda	14,5	13,9	100	...	...

<sup>1</sup> Concepto basado en las cuentas financieras en sentido amplio cuando sea posible; de lo contrario, crédito bancario; cifras parcialmente estimadas. <sup>2</sup> Variación porcentual anual. <sup>3</sup> Periodo en el que los precios de los inmuebles destinados a vivienda en términos reales alcanzaron su nivel máximo = 100. <sup>4</sup> Precios del suelo. <sup>5</sup> 1996–2002.

Fuentes: Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Wüest & Partner; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro VII.4

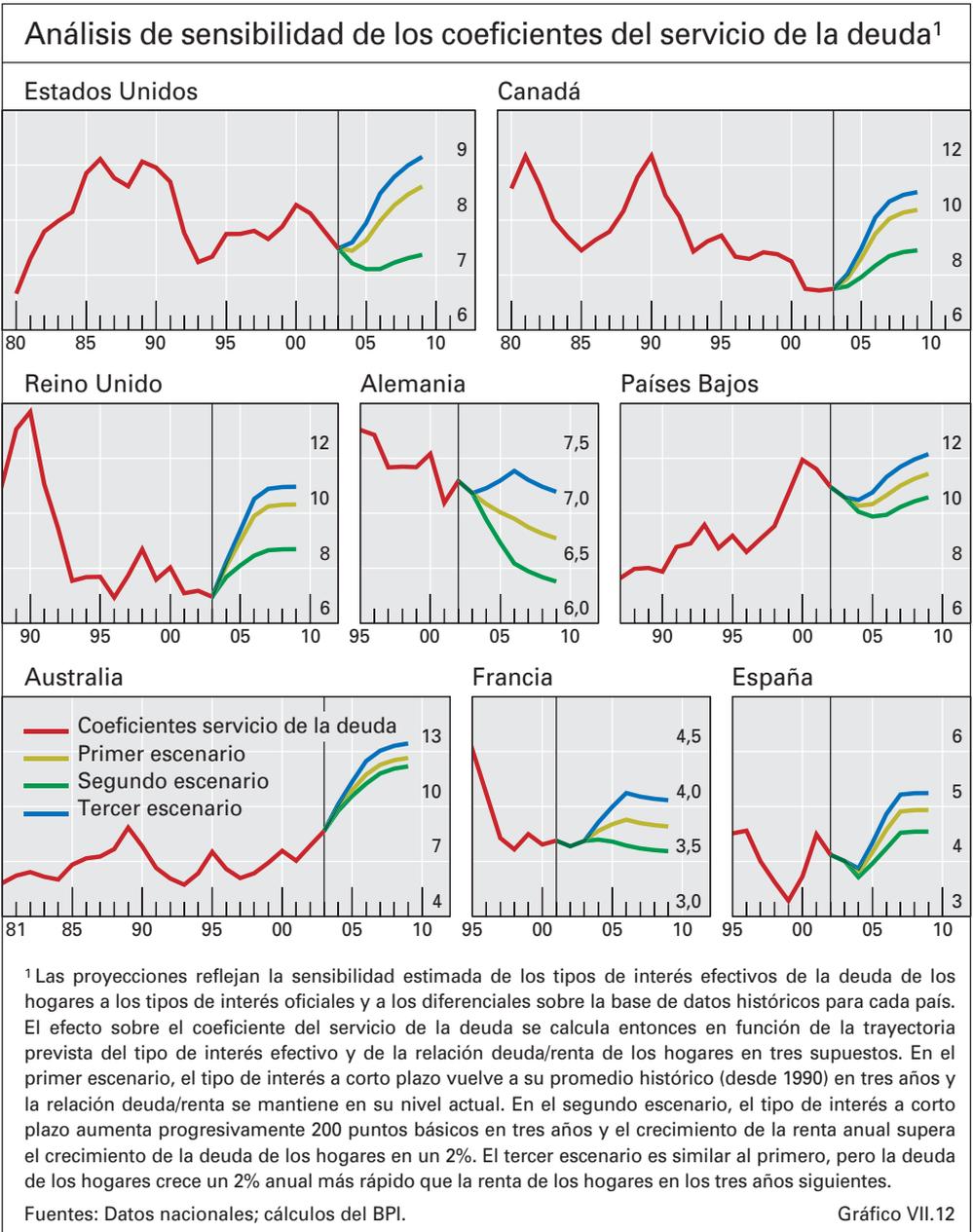
que cuando se hace con el crecimiento de la renta personal disponible. Con respecto a los tipos de interés, el coeficiente de servicio de la deuda —indicador clave de la solvencia financiera del sector hogares— se ha mantenido por debajo de los promedios históricos en muchos países, principalmente porque los tipos de interés han permanecido en niveles históricamente bajos (véase el Gráfico VII.12).

En todo caso, el alto endeudamiento de los hogares genera preocupación sobre la vulnerabilidad financiera de los consumidores, lo que podría tener consecuencias para el sistema financiero.

La primera preocupación tiene que ver con una subida de los tipos de interés. El consiguiente aumento de la carga del servicio de la deuda podría conducir a impagos de créditos hipotecarios y pérdidas para los intermediarios financieros. Es importante señalar que la repercusión de la subida de los tipos de interés varía de forma significativa según los países, dependiendo de las características de cada sistema de financiación hipotecaria. Entre los factores que pueden diferir ampliamente figuran la duración del tipo de interés hipotecario, el coste de refinanciación, el grado de desarrollo de la titulación hipotecaria, los costes de transacción y el tratamiento fiscal específico aplicable a la compra de viviendas. En países en los que prevalecen los tipos de interés variables para los créditos hipotecarios, como es el caso de Australia, España, Irlanda, el Reino Unido y la mayoría de los países

... aumentando la vulnerabilidad de los hogares ...

... ante una subida de los tipos de interés ...



nórdicos, una subida de los tipos de interés afectaría rápidamente al sector de los hogares, sobre todo si se produce de forma inesperada. Las tensiones financieras en este sector podrían provocar un deterioro de la calidad de la cartera de préstamos de las instituciones financieras. Por el contrario, cuando los créditos hipotecarios son principalmente a tipo de interés fijo, como ocurre en Alemania, Estados Unidos, Francia e Italia, el riesgo de tipos de interés lo soportan directamente las instituciones de crédito. La eficacia de las estrategias de cobertura frente al riesgo de tipos de interés podría verse muy dificultada en presencia de alternativas de refinanciación poco costosas que introducen el riesgo de amortización anticipada. Existen otros factores que tienden a limitar la vulnerabilidad de las entidades bancarias ante tensiones en el mercado hipotecario. En países donde la titulización hipotecaria está plenamente desarrollada, los préstamos inmobiliarios podrían venderse

fuera del sistema bancario, transfiriendo así parte del riesgo de interés al mercado de capitales. Adicionalmente, la desgravación de los pagos de intereses hipotecarios tiende a rebajar el tipo de interés efectivo de la deuda de los hogares, reduciendo por ello la sensibilidad del coste del servicio de la deuda a los tipos de interés.

No obstante, no es muy probable que el riesgo de tipos de interés por sí solo plantee una seria amenaza a la situación patrimonial de las familias. Manteniendo constante la relación entre el endeudamiento y la renta de los hogares, una subida de los tipos de interés a corto plazo tiende a aumentar el tipo de interés efectivo de la deuda familiar y, por extensión, la carga del servicio de la misma. Sin embargo, estimaciones basadas en datos agregados indican que el coeficiente de servicio de la deuda permanecería muy por debajo de su máximo histórico en la mayoría de los países (con la notable excepción de Australia), aun en el caso de que se produjera una fuerte subida de tipos de interés (primer escenario del Gráfico VII.12). Por ejemplo, un retorno del tipo oficial a su promedio histórico en el Reino Unido (es decir, un aumento de 335 puntos básicos) en tres años situaría el coeficiente de servicio de la deuda ligeramente por encima del 10%, un nivel muy inferior al máximo alcanzado a principios de los años 90.

... o ante un crecimiento de la renta más lento

El efecto de las variaciones de los tipos de interés sobre la capacidad de servicio de la deuda también depende de forma crítica del crecimiento de la renta. Si la economía experimentara una fuerte recuperación y la renta creciera más que la deuda, los aumentos en la carga del servicio de la deuda serían mucho menores. Sin embargo, si la relación entre deuda y renta familiar siguiera aumentando, una subida de tipos de interés podría generar dificultades financieras significativas en el sector de los hogares (el tercer escenario del Gráfico VII.12).

La exposición de las entidades bancarias a los precios de la vivienda ...

Una segunda preocupación gira en torno a la posibilidad de que tasas de encarecimiento de la vivienda significativamente más bajas, o incluso una caída de precios, podrían obligar a las familias a reducir su gasto. Si esto ocurriera antes de afianzarse la expansión del sector empresarial, el sector financiero perdería una importante fuente de resistencia. Además, si los precios acabaran por caer, probablemente se producirían incumplimientos de créditos hipotecarios y tensiones financieras. La severidad de esta reacción depende en parte del establecimiento de límites prudenciales para la relación importe del préstamo/valor de tasación. Éstos varían considerablemente: del 50% en Italia al desorbitado 110% recientemente observado en los Países Bajos. El efecto de una relación préstamo/valor alta se refuerza si se combina con prácticas contables hipotecarias basadas en el valor de mercado actual del inmueble (como las que siguen la mayoría de los países industrializados, excepto Alemania, Dinamarca y Suiza).

... y a la deuda de los hogares ...

Mientras que lo anterior se aplica a todos los agentes económicos, la incidencia de las tensiones no tiene por qué repartirse uniformemente entre los diferentes subgrupos de hogares. Los hogares de renta más baja, que son los que tienen mayor probabilidad de verse afectados por un descenso de la renta o por un aumento del desempleo, soportan una carga por servicio de la deuda relativamente pesada. En Estados Unidos, por ejemplo, alrededor de

una cuarta parte de los hogares con escasos ingresos soporta un servicio de la deuda superior al 40% de su renta. Por el contrario, sólo el 2,5% de los hogares en el decil de renta superior están endeudados a un nivel comparable. Por tanto, tener en cuenta el efecto de la distribución de la deuda entre los hogares podría tener repercusiones importantes para la valoración del riesgo asociado al creciente endeudamiento de los mismos.

En términos generales, si bien la deuda de los hogares no debería constituir un riesgo directo importante para los intermediarios financieros, podría tener un efecto indirecto en forma de mayor sensibilidad del gasto de los consumidores a los tipos de interés y a los precios de los activos (véase el Capítulo II). Si el gasto de los consumidores se redujera de manera sensible, podrían verse afectados los beneficios empresariales y su capacidad para afrontar el servicio de la deuda. Además, no se puede descartar del todo la posibilidad de que estos acontecimientos desfavorables, incluidas una subida de los tipos de interés o una disminución de los precios de los activos, puedan producirse simultáneamente. De ser así, los efectos macroeconómicos del incremento del endeudamiento serían más complejos, por lo que este riesgo indirecto para las instituciones financieras sería más difícil de cubrir.

... es sólo indirecta

## VIII. Conclusión: cambio, incertidumbre y diseño de políticas

No puede negarse la sensación de alivio que han proporcionado los recientes anuncios de datos más favorables para el crecimiento económico, en especial —pero no de forma exclusiva— los de Estados Unidos. Cabe recordar que, hace menos de un año, algunas economías parecían estar rozando la deflación y los responsables de las políticas económicas estaban considerando activamente sus opciones para el caso de que ésta llegase a materializarse. Apenas un año después, la situación es muy diferente. En la actualidad, las expectativas de consenso apuntan a un crecimiento estable y prácticamente no inflacionario, si bien siguen sujetas a un creciente grado de incertidumbre geopolítica. A su vez, las políticas económicas han comenzado a centrarse en hallar la estrategia de salida más eficaz a las políticas extremadamente expansivas adoptadas en el pasado inmediato.

No resultará sencillo calibrar los efectos de este cambio de políticas. El panorama económico ha experimentado importantes modificaciones en los últimos años y, de hecho, aún continúa conformándose. Los avances tecnológicos han consolidado unas perspectivas de mayor crecimiento y menor inflación, tendencias ya visibles en Estados Unidos. La apertura al comercio de gigantes como China y la India ofrece oportunidades de beneficio similares, tanto para sus propias poblaciones como en ámbitos más amplios. Al mismo tiempo, esos avances conllevan importantes ajustes estructurales, también en la población activa de los países industrializados. La elaboración de estimaciones precisas sobre el nivel de crecimiento potencial o de pleno empleo presenta ahora una mayor dificultad, al igual que la conducción de políticas económicas nacionales basadas en dichas macromagnitudes.

La vertiente financiera de la economía mundial también se ha transformado en los últimos años. El progreso técnico y la desregulación han contribuido a crear unos mercados más eficientes y flexibles, lo que, sumado a las mejoras en la gestión del riesgo y en la supervisión, explica en cierta medida el vigor sostenido de la economía ante recientes perturbaciones. Sin embargo, la liberalización financiera podría haber contribuido al mismo tiempo a la tendencia que ocasionalmente se observa en los mercados financieros hacia el exceso de reacción y la acentuación de las propensiones cíclicas de la economía real. No menos importante resulta la mayor relevancia cobrada por la percepción subjetiva de la riqueza en las decisiones de gasto, dado que estos nuevos mercados permiten cada vez más obtener liquidez a partir de dicha riqueza. Esas percepciones subjetivas son de por sí difíciles de medir, pueden haberse derivado erróneamente de los datos fundamentales subyacentes y podrían defraudar más pronto que tarde. Todo ello dificulta la comprensión precisa del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Por último, el propio régimen de política económica se ha modificado en las últimas décadas y se orienta con creciente éxito a mantener la inflación en niveles reducidos y estables. Esto ha contribuido manifiestamente a estabilizar tanto la inflación efectiva como las expectativas de inflación, resultados ambos muy deseables. En este entorno, no sólo es posible asignar recursos de manera más eficiente, sino también explotar al máximo las posibilidades de producción sin tanto temor a sobrepasarlas. Sin embargo, también crece la sensación de que esta deseada estabilidad podría tener un efecto secundario indeseado. Así, cuando la inflación no se percibe como amenaza y se considera menos probable una subida consiguiente de los tipos de interés, podría alentarse perfectamente una conducta imprudente en la concesión de crédito en el sistema financiero. Esto podría, por una parte, provocar un repunte retardado de la inflación cuando las presiones subyacentes acabaran por manifestarse, lo que podría incluso producirse de forma repentina si llegaran a dispararse las expectativas de inflación. Por otra parte, podría dar lugar a un inesperado giro desinflacionista de la política económica si la carga del endeudamiento se hiciera demasiado gravosa o se pusieran de manifiesto tensiones considerables en el sistema financiero. Las perturbaciones en la economía por el lado de la demanda podrían inclinar la balanza indistintamente hacia uno u otro lado, mientras que las alteraciones por el lado de la oferta podrían incluso dar lugar a ambos resultados de forma consecutiva.

Actualmente, el problema al que se enfrenta la política económica tiene visos de ser más de índole inflacionaria. Se trata de saber cuál sería la mejor manera de adoptar y comunicar una orientación restrictiva de la política económica para evitar efectos indeseados en unos mercados financieros en tensión. Ahora bien, al analizar la pasada década, y en concreto los últimos años, se observa con claridad que el problema más habitual fue encontrar la mejor forma de imprimir un sesgo expansivo a la política económica en presencia de tensiones financieras. Dado que por lo general la inflación se mantuvo bajo control, el grado de relajación aplicado a las respuestas de las políticas monetaria y fiscal tendió a ser superior al tono de restricción que se les había aplicado durante el auge cíclico precedente. La mera aritmética de esta asimetría podría explicar los actuales mínimos históricos de los tipos de interés oficiales en los principales países industrializados, así como los insostenibles niveles de deuda pública de algunas economías.

Afortunadamente, parece que la economía mundial camina ahora por una senda alcista y que los estímulos macroeconómicos no son tan necesarios. Debería aprovecharse esta oportunidad para reflexionar sobre los procesos que prácticamente han agotado el arsenal de instrumentos macroeconómicos disponibles. Resulta obvio —aunque todo se puede objetar— que esta situación debería abordarse directamente adoptando una orientación más contractiva en las etapas de auge económico. Asimismo, la aplicación de políticas orientadas a fortalecer el sistema financiero y a incentivar conductas más prudentes en la concesión de crédito durante las fases alcistas del ciclo podría contribuir a atenuar los daños ocasionados por las recesiones y reducir la necesidad de recurrir a relajaciones agresivas de la política económica en

el futuro. Por último, teniendo presente la creciente interdependencia entre el comportamiento financiero y los resultados macroeconómicos en un mundo moderno y liberalizado, es crucial que las autoridades supervisoras y monetarias colaboren de forma aún más estrecha.

### ¿Será sostenible la expansión?

Aunque la mayoría de los analistas cree que la recuperación se ha asentado con firmeza prácticamente en todo el mundo, su sostenibilidad continúa recibiendo inusitada atención. Uno de los motivos estriba en que el buen comportamiento económico generalizado parece sustentarse de un modo desproporcionado en dos contrafortes; a saber, la demanda interna en las principales economías de habla inglesa y en China. En ambos casos, algunas variables económicas han registrado desviaciones persistentes con respecto a los patrones históricos aceptados (es decir, “desequilibrios”). Dado que los procesos económicos tienden a revertir a la media a largo plazo, la existencia de acusados desequilibrios bien merece la atención de unas autoridades económicas prudentes, especialmente si existen argumentos plausibles acerca de sus efectos adversos sobre la economía real. Aunque no resulte fácil determinar la duración del largo plazo, ya que los desequilibrios históricamente tienden a prolongarse más de lo esperado, la experiencia también enseña que las reversiones rara vez resultan indoloras.

Sugerir que la influencia de Estados Unidos y China en la recuperación actual resulta desproporcionada supone reconocer asimismo que Japón y las principales economías de Europa continental todavía no están haciendo cuanto cabría esperar. Si bien existen indicios de un cambio de signo, en ambos casos se mantiene una demanda interna débil y la recuperación continúa dependiendo en gran medida del crecimiento futuro de las exportaciones.

Entre las zonas con menor crecimiento, las perspectivas de Japón parecen relativamente mejores. La inversión se está recuperando finalmente en las mayores empresas, en respuesta a unos mayores flujos de caja y a unos balances mucho más saneados. Además, los consumidores han reducido sus tasas de ahorro con el fin de mantener el gasto, una variable que recibiría nuevos impulsos en caso de que se consolidara el crecimiento del empleo. Aun así, las empresas japonesas de menor tamaño apenas empiezan a ver el panorama con más optimismo y no está claro que el sistema financiero haya mejorado lo suficiente como para proporcionar los cimientos necesarios para respaldar un crecimiento futuro sostenible. En cualquier caso, muchas de las empresas de la vieja economía se encuentran todavía en una situación de endeudamiento excesivo y la normativa reguladora continúa obstaculizando la aparición de sociedades de la nueva economía.

En Europa continental, la recuperación de los beneficios no ha sido aún suficiente para estimular la inversión, debido en especial al mantenimiento de unos balances empresariales con unos niveles de deuda comparativamente elevados. El gasto de consumo también ha permanecido en general limitado hasta ahora, particularmente en Alemania, y sólo se prevé una expansión

vigorosa de esta variable en caso de restablecerse un cierto grado de optimismo. La esperanza debe depositarse en que los consumidores europeos comprendan que a la larga las reformas estructurales en curso, que actualmente parecen minar su optimismo, en realidad fomentan el bienestar, lo que influiría positivamente en el clima de confianza. Esta posibilidad adquiriría visos de mayor realismo si las reformas se considerasen más firmes, integrales y coherentes de lo que sugiere el carácter poco sistemático del enfoque actual. Si la inflación cayera de nuevo por debajo del 2%, no sólo se beneficiarían los consumidores, sino también el propio Banco Central Europeo.

En Estados Unidos se ha observado un patrón de conducta de los consumidores distinto y más satisfactorio, aunque con repercusiones para el futuro. Así, la inusual evolución conjunta de los mercados de trabajo y de deuda merece una especial atención. La demanda de trabajo en ese país, a pesar de haber comenzado a dar señales inequívocamente más positivas, se ha mostrado muy débil desde que tocó fondo la recesión, incluso si se la compara con la "recuperación sin empleo" de principios de los años 90. Mientras que la participación del trabajo en las rentas de los factores ha disminuido de forma acusada, la participación del consumo en el gasto estadounidense ha continuado creciendo, prolongando así la tendencia iniciada en la década de los 90. Los recortes impositivos han financiado en buena medida el gasto reciente, aunque los consumidores también han recurrido en gran medida a acumular deuda para facilitar su gasto. La deuda de los hogares ha crecido a un ritmo superior al de la renta durante algún tiempo, registrando actualmente un máximo histórico expresada en porcentaje de las rentas de las familias. En concreto, los hogares estadounidenses han considerado más barata y atrayente la refinanciación de sus viviendas conforme los tipos de interés hipotecarios han tendido a la baja y los precios de la vivienda lo han hecho al alza. Esto les ha permitido contar con mayor liquidez al reducirse sus pagos mensuales de intereses, o bien endeudarse sobre la base del valor neto de su vivienda a fin de sostener su nivel de gasto. Este fenómeno se ha observado también en el Reino Unido, Australia, Nueva Zelandia y España, así como en otras economías europeas más pequeñas.

¿Constituyen estas tendencias un motivo de preocupación? Una opinión apunta a que la mayor eficiencia del sector financiero y los menores tipos de interés han permitido consolidar un salto cuantitativo en los niveles de deuda sostenibles en muchos países, incluido Estados Unidos. En consecuencia, los mayores niveles de endeudamiento no constituyen un desequilibrio que haya que corregir. El aumento de los niveles de deuda, al coincidir con una desaceleración pasajera de la tasa de crecimiento de las rentas salariales en Estados Unidos (reflejo en buena medida de una reducción de costes gracias al crecimiento de la productividad), permitió mantener el consumo y mejorar además el bienestar. De cara al futuro, la mayor participación de los beneficios en las rentas de los factores ya ha inducido un volumen de inversión más elevado y, a medida que transcurra el tiempo, debería estimular tanto el crecimiento del producto como el nivel de empleo. De hecho, los incrementos

de productividad deben reportar efectos favorables a largo plazo y, en ese contexto, se moderará el endeudamiento y previsiblemente también la carga del servicio de la deuda.

Sin embargo, no todos los observadores comparten el mismo parecer, especialmente los que analizan los problemas a corto plazo derivados de la transición. A tenor de la magnitud y el alcance de los recientes cambios estructurales, algunos consideran que la evolución de la demanda de trabajo podría continuar rezagada, no sólo en Estados Unidos, sino también en otros países industrializados. Por ejemplo, los aumentos de productividad estadounidense podrían comenzar a reflejarse en otras economías, trasladándoles problemas de transición que podrían resultarles todavía más difíciles de resolver. También parece que vaya a continuar la tendencia alcista del coste del factor trabajo (incluidas la asistencia sanitaria y otras prestaciones) en relación con el descenso del coste de los bienes de capital, mientras se intensifica de manera gradual la competencia procedente de un factor trabajo más barato como el de las economías de mercado emergentes recientemente abiertas al comercio internacional. Si como resultado de lo anterior flaqueara la confianza de los consumidores o bien se alcanzara el límite de sostenibilidad del endeudamiento de los hogares, se pondría a prueba la disposición de empresas aún muy endeudadas a invertir los mayores beneficios derivados de los aumentos de productividad.

Que los volúmenes de deuda familiar y empresarial acaben actuando como una rémora sobre el gasto dependerá en parte del nivel de los tipos de interés y del impacto del servicio de la deuda. Es obvio que si los tipos de interés más elevados responden a una continua recuperación económica, serán mucho más manejables que en ausencia de esta recuperación. Sin embargo, el nivel de precios de los activos también reviste importancia, ya que influye tanto en la propensión al gasto como en la capacidad de obtener financiación aportando garantías reales. Los precios de las acciones y de la vivienda subieron de forma acusada en un gran número de países durante el periodo analizado, quizás debido en parte a unas condiciones financieras mundiales caracterizadas por una liquidez desacostumbrada. Con independencia de su causa, el hecho es que los precios de una serie de activos se encuentran actualmente en cotas elevadas con respecto a los valores habituales de referencia. Si los precios de estos activos bajasen, sería ingenuo esperar que el gasto no se viese afectado. De hecho, aunque los precios se estabilizaran, se estancaría la contribución de la acumulación de riqueza al crecimiento. La reciente desaceleración del gasto de consumo en los Países Bajos constituye un claro ejemplo de este efecto.

Se podría incluso ir más lejos y cuestionarse si el nivel de gasto asociado a la obtención de financiación garantizada por el valor neto de la vivienda no tendría que revertirse a la larga, al menos en parte. La revalorización del patrimonio ante expectativas de mayores tasas de rendimiento del capital constituye auténtica "riqueza", en el sentido de que puede gastarse por anticipado si se desea, pues siempre que las expectativas sean acertadas, no es preciso ningún tipo de reembolso. Sin embargo, en el caso de los aumentos del precio de la vivienda, el mayor valor del activo se ve contrarrestado por

el valor de las obligaciones futuras, es decir, el coste de vivir en una casa. Si los precios permanecen elevados, las rentas y gastos discrecionales de quienes no sean propietarios de vivienda se verán reducidos en el futuro previsible. Por el contrario, si los precios descienden, la carga del futuro ajuste recaerá sobre las familias que se endeudaron con la garantía del valor neto de sus viviendas. Al considerarse más ricos, estos hogares gastaron la financiación obtenida, por lo que ahora corren el riesgo de comprobar que las ganancias en dichos activos eran ilusorias, mientras que el aumento de sus deudas no lo era en lo absoluto.

Una última inquietud al respecto tiene que ver con los desequilibrios externos y sus implicaciones para las perspectivas de crecimiento mundial. En concreto, el gasto de consumo y el correspondiente déficit por cuenta corriente en Estados Unidos se han financiado en última instancia con endeudamiento exterior. Hasta fechas recientes, los prestatarios del sector privado se han mostrado dispuestos a aportar el grueso de esa financiación. Aunque las entradas de capital privado a Estados Unidos se han materializado cada vez más en compras de bonos —flujos que podrían revertirse con facilidad—, el tipo de interés exigido evolucionó hasta mediados de abril de 2004 a la baja más que al alza. Las obligaciones de servicio de la deuda no han crecido hasta ahora en tándem con el volumen de deuda exterior, lo que ha respaldado en concreto el apetito por los activos denominados en dólares de Estados Unidos. Asimismo, también han proporcionado un estímulo adicional las expectativas de un crecimiento económico sostenido y relativamente rápido en ese país. El verdadero peligro en las circunstancias actuales estribaría en que quedasen esas expectativas de crecimiento defraudadas, lo que podría generar una inoportuna escasez de financiación externa con efectos restrictivos. De hecho, el patrón de manual del ajuste de la balanza por cuenta corriente de los países deudores, avalado por una larga trayectoria, implica un debilitamiento del tipo de cambio y una reducción de la demanda interna, previéndose lo contrario en el caso de los acreedores.

La dinámica del proceso de ajuste externo también es probable que se vea alterada por dos nuevas circunstancias. La primera se refiere al volumen extremadamente alto de deuda denominada en dólares que se mantiene en carteras extranjeras. La perspectiva de minusvalías causadas por una depreciación del dólar podría hacer menos atractivos los activos en esta moneda, pudiendo incluso repercutir en los rendimientos de la deuda a escala internacional. Al mismo tiempo, el gasto interno en los países acreedores podría desacelerarse como resultado de las pérdidas materializadas en sus carteras de valores extranjeros. Puesto que en esos países el gasto debería más bien aumentar para poder compensar el impacto de la apreciación de sus monedas, ninguno de estos efectos contribuiría al proceso de ajuste. La segunda circunstancia es la creciente presencia de China y cada vez más de la India en el panorama comercial mundial. Los países deudores con monedas en proceso de depreciación intentarán trasladar recursos a la producción de bienes y servicios comerciables, ante la presencia de estos nuevos y formidables competidores. En este entorno, si el proceso de ajuste

diera muestras de flaqueza, podrían incluso hacerse necesarias fluctuaciones más amplias tanto de los tipos de cambio como de los niveles de gasto relativos.

Los desequilibrios también caracterizan la evolución de la demanda interna china, el segundo pilar del actual crecimiento mundial. Las cifras que recogen la evolución de la economía china en los últimos trimestres son verdaderamente asombrosas y siguen apuntando a una aceleración de la actividad económica más que a su desaceleración. Si bien es cierto que el consumo y las exportaciones han ayudado, también lo es que la inversión ha sido particularmente intensa. Es concretamente en el sector manufacturero donde se está produciendo una acumulación masiva de potencial productivo mundial.

Existen dos motivos de inquietud, derivados ambos del “recalentamiento” de la economía. El primero de ellos se refiere más bien al medio plazo. Así, buena parte del gasto de inversión en China lo han realizado las autoridades locales y las empresas públicas. En la medida en que estos prestatarios no estén motivados por las futuras tasas de rendimiento, será más probable que dichas inversiones acaben por no ser rentables. También destaca que hayan venido acompañadas de unas tasas muy elevadas de crecimiento monetario y expansión del crédito, procedente de bancos públicos con escasa experiencia en la evaluación del riesgo crediticio. A comienzos de la década de los 90 se observaron fenómenos similares, que acabaron conduciendo a una brusca desaceleración de la actividad económica. La diferencia en la actualidad es que China desempeña un papel mucho más destacado en la economía mundial. Si la demanda china de importaciones se desacelerase de forma acusada, podría resentirse visiblemente el crecimiento en Asia e incluso en otras áreas geográficas. En Oriente Medio, África y América Latina, el estímulo proporcionado hasta ahora por los elevados precios del petróleo y de otros productos básicos también podría desaparecer, dejando más expuestas a posibles perturbaciones a varias economías de mercado emergentes intrínsecamente vulnerables.

La segunda y más inmediata inquietud es la creciente inflación en China. Aunque en el pasado, la evolución de la inflación medida por el IPC no ha corrido del todo paralela a la de los precios industriales, actualmente éstos se están encareciendo con tal fuerza que ya se observan repercusiones en los precios de consumo. Las situaciones de escasez también han comenzado a aparecer en diversos mercados internos y el racionamiento se está imponiendo en la práctica en las zonas donde aún existen rígidos controles de precios. Debido en parte a la demanda de China, los precios de los productos básicos están subiendo en todo el mundo, si bien los efectos se ven atenuados en algunos países merced a la apreciación de sus monedas. Sin embargo, no sería extraño que estas presiones también comenzaran a transmitirse a otros precios tanto en las economías industrializadas como en los mercados emergentes, siempre que la recuperación mundial mantenga su intensidad.

En cuanto a los mercados internacionales de capital, las perspectivas se han vuelto más inestables, si bien aún parecen razonablemente satisfactorias. Como se señaló en la Introducción, el crecimiento económico se vio impulsado

no sólo por unos tipos de interés oficiales bajos y una expansión de la liquidez, sino también por el redescubrimiento del apetito por el riesgo. En cualquier caso, los mercados se han mostrado en los últimos meses menos acogedores y los rendimientos de los bonos a largo plazo, así como los diferenciales de crédito de los bonos soberanos, han aumentado de forma acusada. Estas tendencias expondrán a algunos Estados (y otros prestatarios de menor solvencia) a costes más elevados en el mejor de los casos y a dificultades financieras en el peor de ellos. Afortunadamente, la adopción más amplia de políticas económicas sensatas en las economías de mercado emergentes ha reducido sustancialmente la posibilidad de que se produzcan problemas de forma generalizada, aun cuando los países con situaciones fiscales o por cuenta corriente débiles continúan siendo vulnerables. Estos peligros podrían ser más serios en algunos países de América Latina y, en menor medida, en Europa central y oriental. En cuanto a los diferenciales de crédito de las empresas, por ahora solamente se han visto afectados los de los bonos de alto riesgo, dado un entorno en el que el número de quiebras de empresas ha ido descendiendo y se espera que lo siga haciendo.

Sin embargo, no se puede descartar que la creciente aversión al riesgo quede fuera de control, acarreando quizás una penalización no sólo de los prestatarios menos solventes, sino también de algunos de los solventes. Además, los altos niveles de endeudamiento actuales y el volumen aparente del negocio basado en estrategias de *carry trade* (consistente en tomar prestado a corto plazo a tipos de interés bajos y prestar a largo plazo a tipos más altos) implican que las fluctuaciones de algunos precios podrían ser rápidas y pronunciadas si los participantes en ese negocio tratasen de cubrir sus posiciones de riesgo. Técnicas como la cobertura del riesgo de convexidad en el mercado hipotecario de Estados Unidos podrían acentuar dichas tendencias. El aumento durante el pasado verano boreal de los diferenciales de los *swaps* de tipos de interés viene a confirmar esta posibilidad.

Una circunstancia que ofrece cierta tranquilidad en este contexto es que las instituciones financieras de los principales países industrializados, todavía con la notable excepción de Japón, han sabido absorber con éxito recientemente un buen número de estas perturbaciones y podrían encontrarse en la actualidad en una situación incluso más favorable para amortiguar nuevas sacudidas. Los coeficientes de capital bancario regulador permanecen elevados, las tasas de morosidad han vuelto a descender en general y los beneficios también han mejorado. Además, estos resultados han obedecido en gran parte a la reducción de costes, a unos ingresos por comisiones más elevados y a la mayor atención prestada a la correcta valoración del riesgo. Principalmente en Estados Unidos, aunque también en otros países, los bancos han logrado redistribuir un importante volumen de riesgo de crédito a través de toda una gama de instrumentos de transferencia específicos. Aunque algunos grandes bancos internacionales han intensificado la negociación por cuenta propia, existe un amplio convencimiento de que sus sistemas de gestión del riesgo de mercado están funcionando. Evidentemente, esta apreciación presupone que incluso en situaciones de tensión existirá

liquidez suficiente para realizar las operaciones necesarias en mercados muy concentrados.

La mayoría de las restantes instituciones financieras, en especial compañías de seguros y reaseguros, también parecen encontrarse en mejor situación que el pasado año. Esto puede atribuirse en gran medida a factores cíclicos como el fuerte repunte de los precios de los activos, especialmente de las acciones. Lo mismo podría decirse de los fondos de pensiones de prestación definida, que han reducido por diversas vías sus problemas de insuficiencia financiera. Pese al rápido crecimiento de una amplia gama de fondos de cobertura o gestión alternativa (*hedge funds*), no cabe esperar que una hipotética aparición de tensiones en el sector vaya a tener consecuencias sistémicas. En resumen, no existen razones convincentes para pensar que una limitación del crédito concedido por instituciones financieras en situación de debilidad pudiera frenar de un modo significativo la intensa recuperación mundial.

## Políticas de estabilidad monetaria y financiera

El actual auge económico mundial parece estar cobrando impulso bajo la influencia de políticas macroeconómicas inusualmente expansivas, hasta el punto de ser insostenibles. Aunque son muchas las amenazas que se ciernen sobre el crecimiento futuro, el escenario más probable es el de continuidad e incluso fortalecimiento de la recuperación. En este supuesto, el reto inmediato de las políticas monetaria y fiscal debe ser la normalización de las condiciones de política económica, de forma que ésta no se convierta en un catalizador de inestabilidad. El desafío a más largo plazo deberá ser la adopción de unos regímenes de política económica más sólidos para fomentar la estabilidad monetaria y financiera en una economía mundial cuya estructura ha experimentado profundos cambios y todavía sigue haciéndolo.

En Estados Unidos, la principal cuestión a corto plazo es cuál debe ser el ritmo de endurecimiento de la política monetaria, una decisión que implica comparar las pérdidas esperadas de un ritmo demasiado rápido con las derivadas de uno demasiado lento. Por una parte, en la medida en que haya dudas acerca de la continuidad de la expansión, un ritmo lento ofrece claros atractivos. Esta misma conclusión se obtiene si se cree que los incrementos de productividad en curso han creado una holgura de la capacidad productiva suficiente para evitar que aumente la inflación, incluso en presencia de un crecimiento más intenso. En otras palabras, es muy probable que una subida demasiado rápida de los tipos de interés acarree costes económicos reales. Por otra parte, el mantenimiento de los tipos de interés en su mínimo histórico actual podría traducirse de forma inadvertida en una inflación más alta en el futuro. Asimismo, también podría agravar de forma adicional los desequilibrios financieros, lo que con el tiempo representaría un lastre para la economía real. Así las cosas, se plantea una clara disyuntiva, ante la que no existe una respuesta correcta a primera vista.

Este dilema de política monetaria se ve agravado por el hecho de que los tipos de interés a largo plazo, al igual que los oficiales, aún parecen bastante

bajos a pesar del reciente impulso que han recibido. Además, los de largo plazo se han visto recientemente sometidos a episodios de gran volatilidad. Es de preocupar que unos tipos de interés en alza puedan acabar en una sobre-reacción, con posibles efectos desaceleradores para la recuperación estadounidense y repercusiones indeseables para los mercados de deuda de otros países. Cabe afirmar que este riesgo se acentúa en el caso de que se opte por un “ritmo lento”, que implica una mayor probabilidad de que aumenten las expectativas de inflación y que los tipos oficiales tengan que responder con contundencia.

La utilización de una estrategia de comunicación para orientar las expectativas de los mercados sobre futuras subidas de los tipos de interés oficiales podría ser la clave para garantizar que la volatilidad de los mercados no llegue a ser excesiva. Sin embargo, la experiencia reciente demuestra que ésta no es tarea fácil. En un contexto de niveles de endeudamiento elevados y déficit públicos crecientes, los mercados podrían dividirse en dos grupos. Por un lado estarían los que sospechan que existe una mayor tolerancia hacia la inflación o, lo que es más probable, que la inflación podría simplemente aumentar por descuido. En el otro grupo estarían los que temen que un proceso igualmente fortuito de deflación/deuda pudiera acabar por inducir un movimiento de los precios en sentido contrario.

En un entorno así, la claridad resulta muy recomendable, especialmente por lo que respecta a los objetivos de política monetaria. En Estados Unidos, el renovado interés por los objetivos de inflación explícitos podría explicarse por consideraciones tácticas relativas a la “estrategia de salida” de la Reserva Federal. Sugerencias similares se han realizado en Japón, donde el banco central, en su lucha contra la deflación, ha venido generando un enorme exceso de reservas bancarias potencialmente inflacionario. La elección de un marco de objetivos de inflación permitiría comunicar, especialmente a los mercados de renta fija, la idea de que las autoridades monetarias no están dispuestas a dejar que la inflación se descontrole. Más discutible resulta sin embargo la conveniencia de aplicar la misma claridad a la futura articulación de los instrumentos de que haría uso la política. Los daños colaterales podrían ser considerables si esa claridad alentase el apalancamiento y la toma de posiciones, generando así un cambio en las condiciones objetivas que hiciera necesario recurrir a golpes de efecto por parte de las autoridades.

Con todo, la elección de un marco de actuación a medio plazo, no sólo para la política monetaria sino también en otros ámbitos, debe basarse principalmente en consideraciones de naturaleza más estratégica. En la actualidad, persiste el debate sobre las ventajas e inconvenientes de los sistemas de objetivos de inflación. Entre sus méritos destaca la claridad de sus fines, la mayor credibilidad cuando se alcanzan los objetivos y el mayor grado de responsabilidad de la autoridad monetaria en caso contrario. No obstante, cabría argumentar que un marco de objetivos de inflación no proporciona mayor credibilidad a los bancos centrales con un historial sólido de lucha contra la inflación; además, podría carecer de la flexibilidad necesaria en el complicado mundo actual, donde los desequilibrios financieros pueden surgir con mayor facilidad.

De hecho, parece que cada vez más bancos centrales comparten la opinión de que, dados estos desequilibrios, en ocasiones tiene sentido alterar la orientación de la política monetaria aun cuando las perspectivas a corto plazo de inflación medida por el IPC parezcan favorables. Para evitar que los mercados interpreten las desviaciones con respecto al marco de actuación como una vuelta a la discreción en estado puro, y en último término como una mayor tolerancia hacia la inflación, sería recomendable que el banco central determinara por adelantado esas posibilidades. En el caso de los bancos centrales con objetivos de inflación que ya cuentan con credenciales firmes en este terreno, la presencia de cierta restricción adicional a la conducción de su política monetaria no debería plantear problemas de consideración. De hecho, la amenaza que supone una posible activación de este tipo de restricción también podría ayudar a moderar de partida la acumulación de excesos financieros.

Una segunda consideración con respecto al medio plazo no afecta sólo a la política monetaria, sino también a las políticas fiscales, reguladoras y estructurales. Cabría sostener que, por lo general, es necesaria una aplicación más simétrica de las políticas económicas a lo largo del ciclo, tanto en las fases expansivas como en las contractivas, a fin de evitar una acumulación de problemas en el largo plazo. Considérese en primer lugar la política monetaria, especialmente en entornos de auge económico relacionados con una intensificación de desequilibrios financieros. Una orientación inicial básicamente más restrictiva podría contener los excesos más graves y, con ello, hacer innecesaria una drástica relajación monetaria posteriormente. Además de atenuar el riesgo de agravar desequilibrios existentes, dicha estrategia también podría reducir la probabilidad de que los tipos de interés oficiales alcanzasen su límite inferior cero. En cuanto a la política fiscal, las experiencias recientes de Francia y Alemania ilustran con claridad cómo su incapacidad para hacer gala de una política fiscal contenida en la fase alcista del ciclo limitó su margen de maniobra durante la desaceleración posterior de la economía. Lo mismo puede afirmarse de las normas contables que durante las etapas alcistas del ciclo permiten atenuar las expectativas de pérdidas crediticias futuras, sólo para acentuarse de nuevo durante las recesiones al materializarse las pérdidas. Por último, la incapacidad de algunos países para adoptar reformas estructurales en las fases alcistas del ciclo implica que o bien dichas reformas nunca llegan a introducirse, o bien se adoptan ya en etapas de incertidumbre, socavando aún más la confianza a corto plazo.

Otra cuestión relacionada con la política económica a medio plazo se refiere a la elección del régimen de tipo de cambio. Dada la magnitud del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos y de los superávits que están registrándose en Asia, se ha venido sosteniendo que mantener el régimen de tipo de cambio prefijado entre el renminbi chino y el dólar estadounidense obstaculiza el proceso de ajuste mundial. Además, dicho régimen podría estar también contribuyendo al excesivo crecimiento del crédito que se observa actualmente en China. Estos efectos se han visto acentuados en la medida en que, conforme el renminbi se ha debilitado junto con el dólar, otras autoridades monetarias asiáticas también han ajustado sus políticas, por

ejemplo abundando en sus intervenciones en los mercados de divisas. En muchos países asiáticos, el resultado ha sido una depreciación de sus monedas en términos efectivos. En algunos casos, la inquietud por la pérdida de competitividad y de oportunidades de trabajo en el país se ha visto agravada por el deseo de acumular reservas para su utilización en eventuales crisis futuras. Los analistas se han referido en ocasiones a esta última motivación como una “lección” de la crisis asiática. A pesar de su validez, no debe olvidarse otra lección también de este periodo: mantener los tipos de cambio reales en un nivel reducido invita a la entrada de capitales, lo que, a su vez, puede hacer más verosímil una posible crisis.

En virtud del análisis anterior, bastaría concluir sin más que China, al igual que el resto de países asiáticos, debería eliminar los controles de capital que aún mantiene, dejando flotar su moneda con mayor libertad. Por desgracia, esta respuesta simplista bien podría ser la errónea. China es clave para las decisiones sobre el tipo de cambio en la región y afronta algunas limitaciones internas muy singulares. Los mercados financieros chinos aún se hallan en una etapa temprana de desarrollo, el sistema bancario todavía presenta ingentes problemas y por el momento no existe el aparato necesario para una supervisión eficaz. La libre flotación del tipo de cambio sin un control adecuado sobre los flujos de capital podría tener consecuencias bastante impredecibles y, probablemente, muy indeseables. Una posibilidad más razonable, no exenta empero de dificultades técnicas, sería reevaluar el renminbi y fijar su cambio frente a una cesta de monedas. Con todo, esta posibilidad tampoco puede contemplarse como la panacea, ni para los problemas de recalentamiento de China ni para los desequilibrios comerciales a escala mundial.

Con respecto al recalentamiento de la economía, las autoridades chinas han de satisfacer numerosas demandas contradictorias entre sí mediante unos instrumentos de política imperfectos. Presumiblemente, preferirían utilizar restricciones basadas en los mecanismos de mercado, como unos tipos de interés más altos, pero los instrumentos de esta naturaleza aún no funcionan con eficacia. En contraste, ya han sido parcial o totalmente desmantelados muchos de los antiguos controles administrativos y políticos de los que derivaba la enorme influencia del núcleo planificador del país. Con toda probabilidad, las autoridades continuarán alentando la operativa de los mercados, haciendo uso a su vez de las potestades de autoridad y control que todavía conserven para contener el gasto y el crédito. Asimismo, también podría moderarse la orientación expansiva de la política fiscal, pero ello agravaría los problemas de desempleo, que continúan siendo especialmente preocupantes en las zonas rurales. Lo único que queda claro es que las autoridades chinas, tras años de continuos avances hacia una economía de mercado, se enfrentan ahora a enormes desafíos.

En cuanto a los desequilibrios comerciales a escala mundial que se han ido acumulando durante años, presumiblemente hundan sus raíces en factores más profundos que los meros desajustes cambiarios. La cuestión fundamental es que Asia actualmente ahorra en exceso para lo que son sus oportunidades internas de inversión rentable, mientras que el ahorro del

hemisferio occidental (en especial, en Estados Unidos) resulta demasiado escaso. Sin embargo, aunque el diagnóstico de la situación y las recomendaciones de las políticas puedan ser inequívocos, su puesta en práctica ya es harina de otro costal, al menos en lo que concierne a los acreedores. En Asia, pueden fomentarse unas menores tasas de ahorro mediante políticas crediticias más expansivas, diseñadas para estimular el gasto de consumo. No obstante, la experiencia reciente de Corea y Tailandia muestra que este mecanismo podría descontrolarse con facilidad. La inversión en Asia (excluida China) también ha sido muy reducida desde la crisis anterior y también podría estimularse. De nuevo, la coyuntura económica en China, como la de Japón a finales de los años 80, pone rigurosamente de manifiesto los peligros implícitos en tales políticas. No debería olvidarse que el auge de la inversión en Japón fue, en parte, un subproducto de políticas expansivas diseñadas para aliviar los desequilibrios comerciales de entonces.

Si los acreedores han de contribuir a la superación de los desequilibrios comerciales mundiales, también lo han de hacer los deudores. Estados Unidos, en particular, presenta un claro problema de déficit gemelos, siendo igualmente obvia la necesidad de reducir su déficit fiscal. No obstante, que estas dificultades formen parte de la problemática de Estados Unidos no significa que sean su verdadero núcleo. El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó con rapidez en la década de los 90, mucho antes de que las cuentas públicas experimentasen un repentino deterioro. De hecho, un análisis más minucioso revela que el motivo subyacente ha sido el prolongado descenso de la tasa de ahorro neto de los hogares estadounidenses. Esta circunstancia resulta desafortunada, al ser escasas las orientaciones teóricas sobre cómo utilizar la política económica para revertir esta tendencia de manera ordenada. Además, implica que los hogares estadounidenses podrían modificar sus posiciones de forma indeseablemente brusca en caso de que sus actuales previsiones sobre riqueza e ingresos futuros resultaran ser demasiado optimistas.

En otros países industrializados, el recurso a estímulos fiscales también puede ayudar a reducir los desequilibrios externos. Sin embargo, la conjunción de niveles de deuda pública ya elevados y del envejecimiento poblacional impone importantes restricciones. La deuda supone una carga para los futuros contribuyentes, que son los que tendrán que hacer frente a su servicio. Los pensionistas constituyen una carga adicional, ya que los países generalmente han adoptado sistemas de pensiones y de sanidad basados en criterios de reparto. El peligro estriba en que las cohortes de contribuyentes, que cada vez son más reducidas, acaben considerando que la presión fiscal que soportan es demasiado gravosa, lo que pueda incluso dar lugar a un repudio efectivo y posiblemente perturbador de las obligaciones públicas. Este panorama es más sombrío en Japón y en Europa continental, pero con el tiempo también podría afectar a Estados Unidos y a algunas economías de mercado emergentes. Con este telón de fondo, la prioridad debería ser mantener los niveles de deuda bajo control, en lugar de permitir su incremento. Aun cuando se considerase que la coyuntura actual mina los argumentos favorables a una orientación más contractiva de la política

fiscal a corto plazo, se precisa adoptar un plan creíble de saneamiento presupuestario a medio plazo. A este respecto, en muchos países será importante anunciar recortes en los derechos a prestaciones que se adquirirán en el futuro, de modo que los ciudadanos puedan prepararse. Para empezar, resultará útil informar al público de forma aún más contundente de la aritmética de la situación actual. En principio, nadie podrá discutirla, pero en la práctica, el proceso de reconocimiento público será largo y tortuoso.

Las reformas estructurales en los países industrializados también permitirían atenuar la carga de la deuda, ya sea pública o privada, mediante el aumento del potencial productivo de la economía y de los niveles asociados de renta per cápita. Estados Unidos parece encontrarse ya en una senda de mayor crecimiento, si bien algunas reformas estructurales aún se estimarían provechosas. Especial atención merecen las políticas relativas a la energía, la asistencia sanitaria y la creciente carga contenciosa. En Europa continental, debe prestarse atención a los sospechosos habituales: reformas del mercado de trabajo encaminadas a aumentar el empleo, desregulación de servicios y creación de auténticos mercados paneuropeos. En todas las regiones, aunque quizás de forma más evidente en Japón, se harán necesarias políticas orientadas a desplazar el factor trabajo hacia la producción de bienes y servicios no comerciables conforme se acentúe la competencia internacional. Dentro de los sectores que producen bienes comerciables, puede resultar necesario un desplazamiento hacia arriba en la cadena de valor, con el consecuente mayor énfasis en la educación y la formación. La obtención de fondos para financiar estas prioridades no será tarea fácil para los Gobiernos que ya atraviesen por problemas presupuestarios. Un drástico recorte de los gastos improductivos y subsidios inútiles podría ser un buen punto de partida.

El aumento del potencial productivo y su posterior utilización a pleno rendimiento exige aunar la eficiencia con la estabilidad del sistema financiero. Lamentablemente, las condiciones de partida no son óptimas en países que se apoyan exclusivamente en el crédito bancario y cuyos bancos exigen primas de riesgo inferiores a lo adecuado. Además, algunos sistemas bancarios siguen operando bajo el lastre de préstamos fallidos concedidos en el pasado. Parece que en Japón, tras una década de arranques en falso, se están produciendo avances en la reestructuración de la deuda de empresas y bancos, mientras que China apenas ha comenzado a afrontar sus problemas bancarios.

Un desafío aún mayor que la recapitalización de los bancos comerciales, por arduo que éste sea, consistirá en garantizar su rentabilidad a lo largo del tiempo. A este respecto, uno de los elementos más perniciosos lo constituye la continua influencia política. Bien es cierto que el crédito dirigido a los sectores con respaldo estatal parece estar cada vez más desfavorecido, incluso en países como China y la India. Sin embargo, todavía no se reconocen adecuadamente los perjuicios que la competencia de instituciones financieras con apoyo estatal puede infligir al sector privado. La influencia del sistema de ahorro postal japonés, de los bancos públicos alemanes y de las empresas patrocinadas por el Gobierno en Estados Unidos es enorme y únicamente en

Europa se han adoptado medidas concretas para limitar el respaldo estatal. Tanto en los países industrializados como en numerosas economías de mercado emergentes deben evaluarse con rigor los costes y beneficios que implica este apoyo para el sector financiero.

Incluso los países con sistemas financieros saneados deben realizar esfuerzos para continuar en esa línea. Una carencia estructural que puede observarse en casi todo el mundo es la escasez de la información veraz necesaria para evaluar la situación de las empresas y de las instituciones que les han concedido crédito, así como la vulnerabilidad financiera resultante en el conjunto de la economía. En relación con cada uno de estos aspectos, esa información debería arrojar luz sobre tres asuntos: en primer lugar, la situación financiera actual de las empresas a título individual y del conjunto de la economía; en segundo lugar, el perfil de riesgo de cara al futuro; y, por último, el grado de incertidumbre asociado a todas estas estimaciones.

Por lo que respecta al primer asunto, la profesión contable está liderando los esfuerzos de normalización y armonización internacional de los estados financieros que las empresas están obligadas a publicar. Esta labor ha culminar con éxito, debiéndose prestar para ello la debida atención a la capacidad de asignar su valor razonable al activo y al pasivo. Por lo que hace al segundo aspecto, en los últimos años el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha venido insistiendo progresivamente en la divulgación de los perfiles de riesgo de las distintas instituciones financieras. El éxito en la negociación y aplicación del Basilea II otorgará una renovada importancia a los procesos de medición y gestión del riesgo a escala institucional. Además, en el ámbito macroprudencial, el Foro sobre la Estabilidad Financiera y otros organismos han subrayado cada vez más la existencia de vulnerabilidades sistémicas y la necesidad de formular indicadores de alerta temprana que avisen sobre problemas futuros; es preciso que todos estos esfuerzos continúen activos. Especial atención exige el desarrollo de metodologías para la evaluación de vulnerabilidades sistémicas cuando las instituciones financieras afrontan perturbaciones comunes, ante las que podrían reaccionar de forma similar. En cuanto al tercer asunto, es decir, la estimación del grado de incertidumbre asociado a todas las mediciones empíricas, los avances realizados hasta la fecha han sido escasos.

Es preciso evaluar las carencias en la información necesaria para realizar una adecuada gestión de la economía y adoptar a continuación medidas para subsanarlas. Querer reducir costes en la recopilación y el análisis de los datos estadísticos necesarios a tal efecto puede acabar saliendo bastante caro. Por el momento, y reconociendo que aún queda mucho que aprender, se impone dirigir las políticas con más prudencia de lo habitual. La historia nos enseña que, en cualquier tarea emprendida por el ser humano, rehuir de la arrogancia es la mejor manera de evitar resultados verdaderamente adversos.



# Índice

Organización, buen gobierno y actividades .....	187
Organización y buen gobierno del Banco .....	187
<i>El Banco, su gestión y sus accionistas</i> .....	187
<i>Organigrama a 31 de marzo de 2004</i> .....	188
Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional:	
contribución directa del BPI durante 2003/04 .....	189
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i> .....	189
<i>Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI</i> .....	190
<i>Oficinas de Representación</i> .....	196
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i> .....	197
Fomento de la estabilidad financiera a través de comités permanentes .....	198
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i> .....	198
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i> .....	201
<i>Comité de Sistemas de Pago y Liquidación</i> .....	202
<i>Comité de los Mercados</i> .....	203
<i>Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación</i> .....	204
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional	
más amplia .....	204
<i>El Grupo de los Diez</i> .....	204
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i> .....	204
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i> .....	206
<i>Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos</i> .....	207
Servicios financieros del Banco .....	207
<i>Servicios bancarios</i> .....	207
<i>Operaciones del departamento bancario en 2003/04</i> .....	208
<i>Funciones de agente y fideicomisario</i> .....	210
Cuestiones institucionales y administrativas .....	211
<i>Ampliación del número de miembros</i> .....	211
<i>Recuperación de las acciones en manos de particulares</i> .....	211
<i>La administración del Banco</i> .....	212
Beneficio neto y su distribución .....	215
<i>Beneficio neto</i> .....	215
<i>Distribución propuesta del beneficio neto del ejercicio financiero</i> .....	217
<i>Distribución de las modificaciones a las reservas estatutarias del Banco a 31 de marzo de 2003</i> .....	217
<i>Informe de los auditores</i> .....	218
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco .....	220
Cambios en el Consejo de Administración y en la Alta Dirección del Banco .....	221
Bancos centrales miembros del BPI .....	223
Estados financieros .....	225
Balance de situación .....	226
Cuenta de pérdidas y ganancias .....	227
Propuesta de distribución del beneficio .....	228

Evolución de las reservas estatutarias del Banco .....	228
Evolución de los recursos propios del Banco .....	229
Notas a los estados financieros .....	230
<b>Informe de los auditores .....</b>	<b>250</b>
<b>Resumen gráfico de los últimos cinco años .....</b>	<b>251</b>

## Organización, buen gobierno y actividades

En este capítulo se realiza una presentación general de la organización interna y el buen gobierno del BPI. También se examinan las actividades realizadas el pasado año por el Banco y por los grupos internacionales que tienen su sede en él. Estas actividades tienen por objeto fomentar la cooperación entre los bancos centrales y otras autoridades financieras, así como ofrecer servicios financieros a los bancos centrales que son sus clientes.

### Organización y buen gobierno del Banco

#### *El Banco, su gestión y sus accionistas*

El Banco de Pagos Internacionales es una organización internacional que fomenta la cooperación monetaria y financiera internacional y presta servicios bancarios a los bancos centrales. Su sede central se encuentra en Basilea (Suiza) y tiene dos oficinas de representación, una situada en la Región Administrativa Especial de Hong Kong de la República Popular de China y otra en Ciudad de México. Su personal lo integran actualmente 549 personas procedentes de 44 países.

El BPI cumple su mandato sirviendo de:

- foro para fomentar el debate y facilitar la toma de decisiones entre los bancos centrales y en el seno de la comunidad financiera y supervisora internacional;
- centro de estudios económicos y monetarios;
- principal contraparte de los bancos centrales en sus transacciones financieras; y
- agente depositario o fideicomisario en relación con operaciones financieras internacionales.

El Banco se divide en tres grandes departamentos: el Departamento Monetario y Económico, el Departamento Bancario y la Secretaría General. A éstos prestan sus servicios las unidades del Servicio Jurídico, Auditoría Interna y Control del Riesgo, así como el Instituto para la Estabilidad Financiera, que fomenta la difusión de estándares y mejores prácticas entre los supervisores del sector financiero de todo el mundo.

El Banco también es la sede de las secretarías de diversos comités y organizaciones que tienen por objeto fomentar la estabilidad financiera. Estos comités son el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Comité sobre el Sistema Financiero Global, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y el Comité de los Mercados. Todos ellos fueron creados por los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 a lo largo de los últimos 40 años y disfrutaron de un significativo grado de autonomía para la elaboración de sus programas y la estructuración de sus actividades.

El resto de secretarías situadas en el Banco corresponden a organizaciones independientes que no están directamente a cargo del BPI

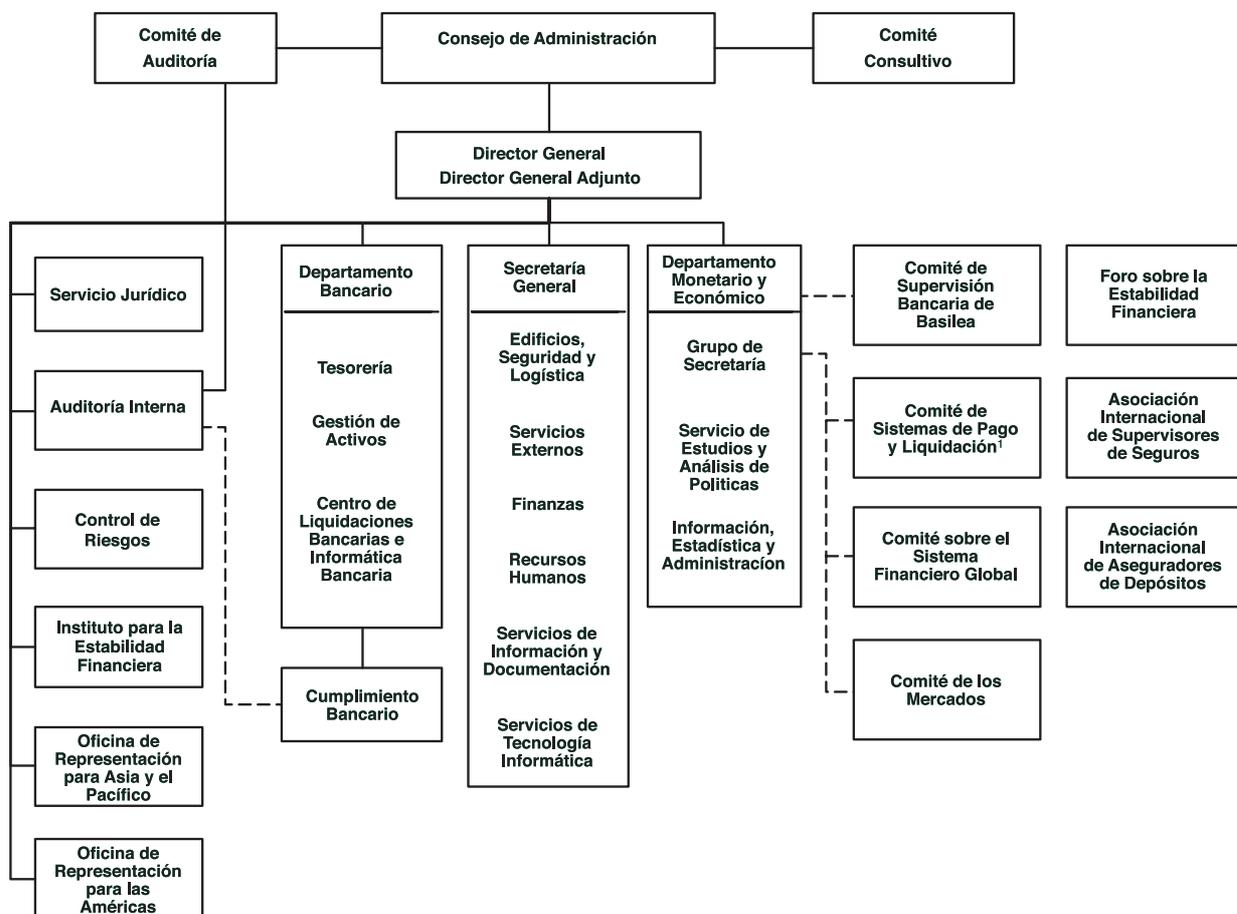
ni de sus bancos centrales miembros. Se trata del Foro sobre la Estabilidad Financiera, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos.

Los tres órganos de decisión más importantes del Banco son:

- la Asamblea General de bancos centrales miembros. Actualmente, 55 bancos centrales o autoridades monetarias tienen derecho de voto y de representación en las Asambleas Generales. La Asamblea General Anual se celebra cuatro meses como máximo después del cierre del ejercicio financiero del Banco (31 de marzo) y es la ocasión en la que se reúne en el BPI el mayor número de bancos centrales. En 2003, estuvieron representados 104 bancos centrales, 79 de ellos por sus Gobernadores; también asistieron delegados de 20 instituciones internacionales;
- el Consejo de Administración. Se compone en la actualidad de 17 miembros, a los que prestan ayuda el Comité de Auditoría y el Comité Consultivo, integrados por consejeros seleccionados; y
- el Comité de Gestión, integrado por altos cargos del Banco.

Al final de este capítulo se indican cuáles son los bancos centrales miembros, los Consejeros y altos cargos, así como los cambios recientes que se han registrado en la composición del Consejo y de la Alta Dirección.

### Organigrama a 31 de marzo de 2004



<sup>1</sup> La secretaría del CPSS también presta su apoyo al Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación.

## Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional: contribución directa del BPI durante 2003/04

### *Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras*

Las reuniones de los Gobernadores y altos cargos de los bancos centrales miembros, que se celebran cada dos meses, constituyen el principal instrumento a través del cual el Banco trata de fomentar la cooperación financiera internacional. Estas reuniones bimestrales, celebradas principalmente en Basilea, brindan la oportunidad de tomarle el pulso a la economía y a los mercados financieros mundiales y de intercambiar impresiones sobre asuntos que interesan o preocupan a los bancos centrales. La reunión bimestral de noviembre de 2003 tuvo lugar en el Banco de Tailandia, en Bangkok.

Las tendencias y corrientes que han configurado la evolución reciente de los mercados mundiales, examinadas en los demás capítulos de este *Informe Anual*, fueron el tema predominante en los debates de los Gobernadores durante sus reuniones periódicas en el BPI. La Reunión sobre la Economía Mundial fue el principal foro para el intercambio de opiniones sobre la coyuntura económica mundial entre los Gobernadores de los bancos centrales de los principales países industrializados y economías de mercado emergentes. En las reuniones de los Gobernadores de los bancos centrales de los países del G-10 se abordaron cuestiones coyunturales afines, así como temas relacionados con las labores de los comités permanentes de los bancos centrales que tienen su sede en el BPI.

Al igual que en años anteriores, los Gobernadores de todos los bancos centrales miembros del BPI participaron en una serie de reuniones que giraron en torno a cuestiones de carácter más estructural relacionadas con la estabilidad monetaria y financiera. Durante el periodo examinado, los principales temas analizados fueron:

- la integración monetaria europea: los retos para la política económica de Europa central;
- los precios de la vivienda: sus implicaciones para la política monetaria y para la estabilidad financiera;
- los intentos por frenar la apreciación de los tipos de cambio y la acumulación de reservas: repercusiones para los sistemas financieros nacionales;
- la capacidad de reacción de los mercados e instituciones financieras: evolución reciente; y
- el posible fracaso de las normas de política fiscal: implicaciones para los bancos centrales.

En enero de 2004, se instauró una nueva reunión de Gobernadores para satisfacer las necesidades específicas del grupo de bancos centrales de las economías de mercado emergentes y de los países industrializados más pequeños. Uno de sus objetivos esenciales es informarles sobre las actividades de los diversos comités en cuyas deliberaciones no participan directamente. Estas reuniones servirán al mismo tiempo de foro para analizar cuestiones de especial relevancia para este grupo. A principios de 2004 se

organizaron tres reuniones sobre las actividades de los comités. La primera giró en torno al estudio por parte del Comité sobre el Sistema Financiero Global de la inversión extranjera directa en el sector financiero de las economías de mercado emergentes. La segunda informó sobre los avances del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en cuanto a la consecución del nuevo marco sobre la suficiencia de capital ("Basilea II"). La tercera reunión versó sobre las actividades del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación.

Los Gobernadores también tuvieron otras oportunidades para reunirse con altos representantes del sector financiero privado y otras autoridades financieras. Estos encuentros informales se centraron en el interés de los sectores público y privado en el fomento de la solidez y el buen funcionamiento de los mercados financieros. Durante el año examinado, destacaron especialmente las consecuencias para el sistema financiero del crecimiento de los instrumentos de transferencia del riesgo crediticio.

Al margen de las reuniones bimestrales de los Gobernadores, el Banco organiza otros encuentros periódicos o extraordinarios para altos cargos de bancos centrales sobre asuntos relacionados con la estabilidad monetaria y financiera. Las reuniones periódicas celebradas durante 2003/04 fueron:

- las reuniones semestrales de economistas de bancos centrales. En el encuentro de octubre de 2003 se analizaron los retos a los que se enfrentan los bancos centrales en un clima de inflación baja y relativamente estable, mejoras estructurales del lado de la oferta y liberalización de los mercados financieros;
- los grupos de trabajo sobre política monetaria interna. Estas reuniones, que inicialmente se centraban exclusivamente en los mayores países industrializados, actualmente también se organizan cada año en Asia, Europa central y oriental y América Latina; y
- la reunión de Subgobernadores de las economías de mercado emergentes, en la que este año se examinaron las consecuencias de la globalización de los mercados financieros para la política monetaria.

Se organizaron dos reuniones extraordinarias sobre cuestiones de especial interés. En junio de 2003, con ocasión de la Asamblea General Anual del Banco, los Gobernadores de las economías de mercado emergentes se reunieron para analizar posibles respuestas a las dificultades de financiación externa. En septiembre, altos cargos de bancos centrales de pequeñas economías abiertas del continente americano celebraron en Ciudad de México una mesa redonda que giró en torno a una amplia variedad de asuntos relacionados con la política fiscal de gran importancia para los bancos centrales.

### *Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI*

#### *Actividades de investigación*

El BPI, además de facilitar documentación básica para las reuniones de altos funcionarios de bancos centrales y realizar funciones de secretaría para los

comités, contribuye a la cooperación monetaria y financiera internacional realizando sus propios estudios y análisis en profundidad de cuestiones de interés para los bancos centrales y, cada vez más, para las autoridades supervisoras del sector financiero. Estos trabajos se difunden a través de las publicaciones periódicas del Banco, como el *Informe Anual* y el *Informe Trimestral*, y de sus series *BIS Papers* y *Working Papers*, así como a través de publicaciones externas en revistas especializadas. La profundización de las relaciones con el mundo académico a través de investigaciones y conferencias conjuntas ha contribuido significativamente a mejorar la calidad de estos trabajos para servir así de catalizador a otros estudios relacionados.

Estas actividades de estudio abarcan inevitablemente un espectro muy amplio, pero se ha establecido recientemente una orientación específica a más largo plazo centrada en tres áreas clave que el BPI considera merecen una atención especial:

- la relación entre la estabilidad monetaria y financiera;
- las divergencias y compatibilidades entre los métodos que persiguen la estabilidad financiera a través de instituciones específicas y los que lo hacen a través del sistema financiero en su conjunto; y
- el funcionamiento de los mercados en términos más generales.

Entre las publicaciones del BPI del año pasado figura una serie de artículos en los que se examinaron diferentes hipótesis sobre los cambios en la interacción entre la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera y el ciclo económico. Dichos artículos contribuyeron a crear un amplio marco conceptual que tiene en cuenta la relación entre los enfoques micro y macro prudenciales para garantizar la estabilidad financiera. Los artículos analizaron además los intentos por medir los cambios de la aversión al riesgo y su influencia en la dinámica del mercado, así como los determinantes de la liquidez del mercado, especialmente en situaciones de crisis. Diversos trabajos examinaron los factores y repercusiones del comportamiento de los precios de la propiedad inmobiliaria, aspectos relevantes para el estudio de todos estos temas.

Además de reforzar su programa de visitas de expertos del mundo académico, el BPI organizó una serie de conferencias para estrechar los contactos con esta comunidad. En la primavera de 2003, celebró una conferencia sobre "La estabilidad monetaria, la estabilidad financiera y el ciclo económico". En octubre de 2003 organizó, junto con el Banco de la Reserva Federal de Chicago, una conferencia sobre la disciplina de los mercados, en la que se analizaron los fundamentos teóricos y las evidencias empíricas sobre su eficacia, tanto en distintos países como en distintos sectores. Por último, en junio de 2004 celebró una conferencia en torno a la comprensión de la inflación baja y la deflación.

#### *Cooperación en materia estadística*

El seguimiento periódico de los acontecimientos económicos, monetarios y financieros mundiales exige a los bancos centrales contar con datos estadísticos actualizados, exhaustivos y comparables internacionalmente. El BPI colabora en este campo de diversas formas.

A través del Banco de Datos del BPI, los bancos centrales intercambian continuamente una enorme cantidad de datos económicos, monetarios y financieros. El pasado año se inscribieron otros tres bancos centrales en el Banco de Datos, que actualmente comprende 33 países de las principales regiones del mundo. Los aspectos que abarca el Banco de Datos también continuaron ampliándose, prestando especial atención a los indicadores macroprudenciales, datos sobre cuentas financieras y los precios de la propiedad inmobiliaria.

El BPI utiliza la infraestructura del Banco de Datos para intercambiar sus estadísticas financieras internacionales con bancos centrales en formato electrónico. El año pasado, aumentó a 38 el número de bancos centrales que suministran datos nacionales agregados sobre las actividades de préstamo internacional de los bancos internacionalmente activos en sus jurisdicciones. El BPI reúne estos datos y publica estadísticas internacionales en su *Informe Trimestral* y en su página en Internet. Estas informaciones se complementan con estadísticas trimestrales sobre los créditos internacionales de bancos nacionales en base mundial consolidada que son suministradas actualmente por 30 bancos centrales.

Los bancos centrales de los países del G-10, cuyos bancos participan activamente en los mercados extrabursátiles (OTC) de derivados, recogen, compilan y publican semestralmente datos agregados sobre estos mercados a través del BPI. En respuesta a las recomendaciones del Comité sobre el Sistema Financiero Global, el BPI y los bancos centrales elaboraron el año pasado directrices para ampliar estas estadísticas con el fin de incluir datos sobre los *swaps* de incumplimiento de crédito. La recopilación de datos comenzará a finales de este año y los primeros resultados globales estarán disponibles a finales de la primavera de 2005.

Tras el acuerdo para realizar otra encuesta trienal sobre los mercados de divisas y de derivados, una cifra récord de 52 bancos centrales emprendió la tarea de recopilar datos sobre el volumen de operaciones en estos mercados en abril de 2004, al igual que sobre las cantidades pendientes a finales de junio de 2004. El BPI planea publicar en septiembre los resultados agregados internacionales preliminares de la parte de la encuesta sobre el volumen de operaciones y los datos sobre las cantidades pendientes en noviembre de 2004.

Además de ofrecer apoyo técnico y de asegurar la calidad de los datos recogidos en el Banco de Datos y en las estadísticas financieras internacionales, el personal del BPI también comparte sus conocimientos en materia de metodología con bancos centrales, ya sea de forma bilateral o mediante su participación en diversas reuniones internacionales sobre estadística. Para la preparación de la guía de compilación de los indicadores de solidez financiera (*Compilation Guide on Financial Soundness Indicators*) del FMI, el BPI copatrocinó junto con el Fondo en octubre de 2003 una conferencia acerca de los precios en el sector inmobiliario y la estabilidad financiera. El Comité Irving Fisher sobre Estadísticas de Bancos Centrales, compuesto por más de 60 bancos centrales de todo el mundo, está cobrando gran importancia. En

septiembre de 2004, el BPI auspiciará una conferencia de dicho Comité destinada a analizar aspectos estadísticos relacionados con los precios, la producción, la productividad y las cuentas financieras.

El BPI también es un miembro activo del Grupo de Trabajo Interinstitucional sobre Estadísticas Financieras, que el pasado año concluyó su *Guide for Compilers and Users of External Debt Statistics*. A finales de 2003, el Grupo de Trabajo acordó crear un Centro Conjunto sobre la Deuda Externa. Esta ejercicio permitirá conectar los datos disponibles sobre diversos componentes de la deuda externa (como por ejemplo, las estadísticas financieras internacionales del BPI) con los datos detallados que los países deudores comenzarán a publicar de ahora en adelante.

Se han dado nuevos pasos para estrechar la colaboración internacional en materia de estándares electrónicos para el intercambio de información estadística. La iniciativa sobre el Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos (SDMX), en la que el BPI trabaja en colaboración con el BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE, la ONU y el Banco Mundial, ha realizado significativos progresos. La página de Internet de SDMX ([www.sdmx.org](http://www.sdmx.org)) suministra información sobre estos esfuerzos, incluida una demostración de cómo las nuevas tecnologías basadas en la Web pueden mejorar la recopilación, compilación y difusión de estadísticas. Un nuevo foro técnico dentro del marco del Banco de Datos del BPI servirá para coordinar las necesidades y las prioridades de los bancos centrales en relación con el SDMX.

#### *Buen gobierno en los bancos centrales*

El objetivo de las actividades del BPI en el ámbito del buen gobierno en los bancos centrales es compilar, analizar y difundir información sobre cuestiones institucionales y organizativas de interés para los bancos centrales. Estos resultados no son normativos, reconociendo así que los mandatos y poderes específicos de los bancos centrales varían mucho de unos a otros. El Grupo de Coordinación sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales supervisa estas actividades, que se realizan a través de la Red sobre Buen Gobierno de los Bancos Centrales. Dicho Grupo está formado por Gobernadores de un conjunto de bancos centrales ampliamente representativo. La Red abarca más de 40 bancos centrales y autoridades monetarias principales de todo el mundo.

El Grupo de Coordinación sobre el Buen Gobierno orienta al Banco sobre la mejor manera de responder a las diversas necesidades de los bancos centrales en materia de información sobre buen gobierno y analiza cuestiones de interés para los Gobernadores. Durante el pasado año, el Grupo de Coordinación analizó, entre otras cosas, cómo organizan los bancos centrales su función de estabilidad financiera, cómo encuentran el equilibrio entre la eficiencia y la eficacia de sus operaciones y cómo preparan y aplican planes estratégicos. Siguiendo los consejos del Grupo de Coordinación sobre el Buen Gobierno, el Banco otorga prioridad a las peticiones de los bancos centrales que son fundamentales para el funcionamiento eficaz de unas autoridades monetarias independientes y transparentes. La información que suministran los miembros de la Red

y sus colegas está disponible para los bancos centrales a través de Internet.

#### *Grupo de Expertos en Informática de los bancos centrales del G-10*

Durante 2003, el Grupo de Expertos en Informática prestó especial atención a cuestiones relacionadas con la mejora de los aspectos organizativos de las tecnologías informáticas (TI) y la reducción de los costes. Examinó aspectos como la utilización de la subcontratación, la reorganización de departamentos y el desarrollo de hojas de ruta para TI compatibles con la estrategia del negocio, así como la eficacia de las iniciativas de reducción de costes. Una de las actividades más interesantes para el Grupo fue un seminario con directores de departamentos de TI de bancos centrales de América Latina y el Caribe celebrado en Ciudad de México que giró en torno a los retos tecnológicos, el control de los costes y la compatibilidad de TI con las estrategias del negocio.

Los análisis realizados en 2003 durante las reuniones entre este Grupo y su Grupo de Trabajo sobre Cuestiones de Seguridad indicaron que los bancos centrales están adoptando importantes aplicaciones basadas en Internet para uso de sus clientes externos. Esas iniciativas requieren sofisticadas arquitecturas e infraestructuras de seguridad, incluidas tecnologías de infraestructura de clave pública (ICP). En respuesta a esta tendencia, el Grupo de Trabajo puso al Grupo al corriente de la evolución de la tecnología ICP y su uso en los bancos centrales. El informe del Grupo de Trabajo mostró que la ICP sigue siendo una tecnología compleja y que su uso entraña gastos generales significativos. No obstante, los análisis indicaron que los bancos centrales estarán dispuestos a soportar esta carga mientras sea claramente necesaria para la seguridad que proporciona. Otros temas de especial interés para el Grupo de Trabajo a lo largo del año estuvieron relacionados con los procedimientos de trabajo más adecuados para garantizar la utilización segura y eficiente de Internet y del correo electrónico, así como la aplicación efectiva de medidas de continuidad de la actividad financiera, de gran actualidad tras la epidemia del SARS y a los apagones de Norteamérica e Italia.

#### *Auditoría interna*

En estos últimos años, los auditores internos de los bancos centrales se han reunido periódicamente para intercambiar experiencias en su ámbito de especialización y para analizar nuevas y desafiantes cuestiones. En junio de 2003, el BPI participó en la 17ª Conferencia Anual de Directores de Auditoría Interna del G-10, organizada por el Deutsche Bundesbank y el BCE. Los principales temas analizados fueron el desarrollo de un método de auditoría para el proceso de gestión del riesgo operativo y la auditoría del gobierno corporativo y de la supervisión de los sistemas de TI. Un grupo de trabajo sobre cuestiones de TI, bajo los auspicios de la unidad de Auditoría Interna del BPI, preparó documentación acerca del acceso remoto para sistemas informáticos internos, las pruebas de vulnerabilidad de cortafuegos informáticos y métodos para garantizar la seguridad de los sistemas

operativos informáticos. La unidad de Auditoría Interna del Banco también coordinó las labores de un grupo de trabajo extraordinario del G-10 sobre la auditoría de la gestión de la continuidad de la actividad.

En febrero de 2004, la unidad de Auditoría Interna, en colaboración con la Oficina del BPI para Asia, organizó en Hong Kong RAE la tercera Reunión de Directores de Auditoría Interna de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia y el Pacífico. Los temas analizados incluyeron las mejores prácticas para la gestión de la auditoría interna y del riesgo empresarial.

#### *Cooperación con las agrupaciones regionales de bancos centrales*

Desde 1990, el BPI ha venido ayudando a los bancos centrales de los principales países industrializados a coordinar la asistencia y la formación técnicas que proporcionan a los bancos centrales de las economías en transición de Europa central y oriental y la antigua Unión Soviética. Un examen realizado por los Gobernadores del G-10 durante 2003 confirmó que este proceso había sido muy provechoso y que muchos países de estas regiones estaban superando la fase de transición. No obstante, se consideró que, para consolidar los resultados, la coordinación debía continuar durante algunos años más, aunque de manera menos intensiva.

El BPI y su Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) organizaron de nuevo una serie de seminarios en el Instituto Multilateral de Viena (IMV) para bancos centrales y supervisores de las economías en transición. Los temas analizados estuvieron relacionados principalmente con la estabilidad monetaria y financiera. Dados los progresos realizados en la región y tras la creación del FSI, el BPI dejará de participar formalmente en el IMV en agosto de 2004. Sin embargo, continuará contribuyendo tanto con conferencistas como organizando seminarios esporádicamente.

La cooperación con diversas agrupaciones regionales de bancos centrales ofrece un foro muy útil para la difusión de información sobre las actividades del BPI y para entablar relaciones con bancos centrales que no participan directamente en estas actividades. Con este espíritu, el Banco organizó una serie de eventos conjuntos con grupos regionales. Entre ellos cabe destacar:

- una serie de reuniones con los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (SEACEN) a las que el BPI contribuyó con varios conferencistas;
- un seminario con SAARCFINANCE, órgano de la Asociación de Asia Meridional para la Cooperación Regional que apoya la cooperación entre los bancos centrales de la región;
- una reunión conjunta con los bancos centrales de la Comunidad para el Desarrollo de África Meridional (SADC) a principios de 2004; y
- actos conjuntos esporádicos con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). El BPI también contribuye con conferencistas a los seminarios y reuniones de trabajo del CEMLA.

El BPI continuó apoyando al Centro Africano de Estudios Superiores de Administración (CESAG), en el marco de un programa patrocinado, entre otros, por el Banco Central de los Estados de África Occidental (BCEAO) y el Banco de los Estados Centroafricanos (BEAC). El BPI también puso a disposición del Instituto de Gestión Macroeconómica y Financiera de

África Oriental y Meridional (MEFMI) algunos expertos para sus programas de formación.

### *Oficinas de Representación*

Las Oficinas de Representación para Asia y el Pacífico (la Oficina Asiática) y para las Américas (la Oficina de las Américas) son el epicentro de las actividades del BPI en dichas regiones. El objetivo de las Oficinas es fomentar unas relaciones estrechas y promover la cooperación del BPI y los bancos centrales con las autoridades monetarias y supervisoras de las respectivas regiones. En el marco de sus actividades, las Oficinas intentan mejorar el intercambio de información y de datos, facilitar la organización de reuniones y seminarios y contribuir a los estudios financieros y económicos que realiza el Banco sobre la región Asia-Pacífico y el continente americano. Entre los temas analizados el año pasado figuran las tendencias de los movimientos de capital en la región, las consecuencias internas de las cuantiosas reservas de divisas y los efectos de los acuerdos de libre comercio en los sistemas de moneda única. Las Oficinas también aportan sus conocimientos a diversos eventos del BPI, entre los que se encuentran los organizados por el FSI, grupos regionales de bancos centrales, bancos centrales a título individual y otras entidades.

Las Oficinas colaboran con los servicios bancarios que presta el BPI en la región Asia-Pacífico y el continente americano y prestan asistencia a los responsables de reservas de los bancos centrales de sus respectivas regiones mediante visitas periódicas. La sala de operaciones de tesorería regionales, que se abrió en la Oficina Asiática en 2000, ha mejorado la calidad y el alcance de los servicios bancarios que presta a los clientes de la región.

Durante el periodo examinado, la *Oficina Asiática* continuó realizando las funciones de secretaría del Consejo Consultivo Asiático (CCA), vehículo clave de comunicación entre los bancos centrales regionales miembros del BPI y el Consejo de Administración y la Alta Dirección del BPI. La sala de operaciones de la Oficina amplió las inversiones regionales del Banco durante el año. Desde julio de 2003, cuando 11 bancos centrales de la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico (EMEAP) acordaron invertir alrededor de 1.000 millones de dólares de reservas de divisas en un Fondo Asiático de Bonos, el BPI es el administrador de la cartera y la sala de operaciones de Hong Kong ha sido la encargada de efectuar la mayoría de las compras. La Tesorería Regional también organizó dos seminarios para responsables de reservas, uno en Penang (Malasia) en octubre de 2003 y otro en Hong Kong RAE en marzo de 2004.

Durante el año, la Oficina Asiática organizó y colaboró en una serie de reuniones de alto nivel en Hong Kong y en otros lugares, en ocasiones conjuntamente con bancos centrales regionales y otras instituciones:

- en junio de 2003, junto con el Banco de Tailandia, y de nuevo en diciembre, colaboró con el Foro EMEAP de autoridades regionales y mundiales responsables de la aplicación de la política cambiaria;

- los economistas de la Oficina organizaron, junto con la Universidad de Corea, un seminario en Hong Kong y una conferencia en Seúl, en diciembre de 2003 y en marzo de 2004 respectivamente, sobre los mercados asiáticos de bonos. Las conferencias congregaron a responsables de bancos centrales, autoridades financieras, profesionales de los mercados y expertos del mundo académico;
- en febrero de 2004, se celebró en Hong Kong la sexta Reunión Especial de Gobernadores de Bancos Centrales de Asia. La reunión incluyó un análisis de la situación económica actual y de los motivos para acumular reservas de divisas oficiales;
- también en febrero, la Oficina colaboró con el FSI y el Banco de Tailandia en la organización de una conferencia sobre bancos en situación de debilidad y crisis sistémicas, publicando un estudio comparativo de sociedades gestoras de activos de la región; y
- por último, la Oficina acogió en febrero una reunión de auditores internos de bancos centrales organizada por el BPI. También coorganizó con la Autoridad Monetaria de Hong Kong una reunión de juristas expertos en bancos centrales.

El mantenimiento de extensos contactos con bancos centrales de la región, así como una estrecha cooperación con las autoridades regionales responsables de la supervisión, caracterizaron las actividades de la *Oficina de las Américas* durante su primer año completo de funcionamiento. La Oficina, que se inauguró en Ciudad de México en noviembre de 2002, organizó o coorganizó una serie de reuniones para altos funcionarios de bancos centrales.

- En septiembre de 2003, la Oficina organizó una reunión especial para pequeñas economías abiertas de la región en Ciudad de México, a la que asistieron altos representantes de nueve bancos centrales.
- En diciembre de 2003, la Oficina celebró la reunión del Grupo de Expertos en Informática de los bancos centrales del G-10 y la reunión de trabajo para los directores de TI de bancos centrales regionales en Ciudad de México.
- En febrero de 2004, la Oficina, en colaboración con la sede del Banco, organizó el Seminario del BPI sobre la Gestión de Reservas en las Américas, en el que participaron 17 bancos centrales regionales, tres bancos centrales europeos y el Fondo de Reservas Latinoamericano.

### *Instituto para la Estabilidad Financiera*

El mandato del Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) consiste en ayudar a reforzar los sistemas e instituciones financieros de todo el mundo, principalmente mejorando la supervisión prudencial. El FSI cumple este cometido mediante un programa intensivo concebido para difundir normas y mejores prácticas prudenciales, así como prestando asistencia en torno a una amplia variedad de aspectos fundamentales de supervisión prudencial.

Una gran parte de la labor del FSI continúa estando relacionada con el nuevo marco de suficiencia de capital ("Basilea II"). En consonancia con este énfasis, el Instituto realizó recientemente una encuesta en unos

120 países para ayudar a identificar sus planes actuales para la puesta en práctica del Basilea II, así como sus correspondientes necesidades técnicas. Esta encuesta servirá de orientación con el fin de elaborar un plan integral para prestarles en el futuro la ayuda que necesiten.

El FSI continuó con su programa de reuniones y seminarios de alto nivel, tanto en Basilea como en las diferentes regiones, dirigidos a supervisores del sector bancario y asegurador de todo el mundo. Estos encuentros cumplen el importante objetivo de fomentar los contactos y la cooperación entre supervisores de todo el mundo. El año pasado, el FSI organizó un total de 55 eventos en relación con una gran variedad de temas, en los que participaron más de 1.600 representantes de bancos centrales y organismos de supervisión de la banca y los seguros procedentes de todo el mundo. Además de intervenir en las actividades del FSI, el personal del Instituto también realizó presentaciones sobre una amplia variedad de asuntos similares en diversas conferencias y reuniones no organizados por él.

Un nuevo e importante proyecto es FSI Connect, recurso electrónico de información y aprendizaje en línea que está desarrollándose específicamente para apoyar a un gran número de supervisores bancarios. FSI Connect se lanzará a mediados de 2004 y ofrecerá cursos sobre temas fundamentales relacionados con la administración de riesgos, como la gestión del riesgo de crédito, de mercado y operativo, y sobre el nivel adecuado de capital (incluido el Basilea II). Se añadirán continuamente cursos sobre una amplia variedad de temas de supervisión bancaria. FSI Connect está pensado para los supervisores de todos los niveles de experiencia y conocimientos. Expertos del FSI en la materia están desarrollando el contenido de los cursos, trabajando en estrecha colaboración con otros especialistas del BPI, así como con una red de expertos de autoridades supervisoras financieras y organismos internacionales. FSI Connect pretende ser un complemento adecuado de las actividades actuales del FSI y permitirá al Instituto llegar a una mayor audiencia de supervisores del sector financiero de todo el mundo.

## Fomento de la estabilidad financiera a través de comités permanentes

### *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*

Durante el año analizado, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, presidido por Jaime Caruana, Gobernador del Banco de España, continuó con sus esfuerzos para afianzar la supervisión prudencial de las instituciones bancarias, mejorar la transparencia en la divulgación de información financiera y fomentar los avances del sector bancario en la gestión del riesgo.

### *Una nueva norma internacional de capital*

Los esfuerzos del Comité durante el pasado año estuvieron centrados en la resolución de las cuestiones relativas al desarrollo de un nuevo marco internacional para la evaluación de la suficiencia de recursos propios (conocido generalmente como "Basilea II"). Otros supervisores y el sector

bancario en todo el mundo han contribuido de forma significativa a los esfuerzos realizados por el Comité y más de 200 organizaciones han respondido al tercer documento de consulta publicado en abril de 2003. La inmensa mayoría de las respuestas indicó un amplio respaldo a la estructura del Basilea II, a sus incentivos para fomentar la mejora de la gestión del riesgo y a la importancia concedida al examen supervisor y a los mecanismos de disciplina de los mercados para garantizar el mantenimiento de un nivel adecuado de capital bancario.

Otros problemas identificados durante este proceso fueron la especificación técnica de métodos de medición interna del nivel de capital, entre ellos el tratamiento de las pérdidas previstas e imprevistas relacionadas con la concesión de créditos, así como el de los riesgos derivados de las operaciones con instrumentos de titulización y el reconocimiento de ciertas prácticas y técnicas para la medición y la gestión del riesgo crediticio y operativo. Estos temas constituyeron la mayor parte del programa del Comité y de sus grupos de trabajo durante el pasado año. En otoño de 2003, el Comité halló posibles soluciones a muchos de los problemas más acuciantes, cuyos detalles se publicaron en tres documentos técnicos en enero de 2004. En una reunión de principios de mayo de 2004, el Comité resolvió las cuestiones técnicas pendientes, como el tratamiento a efectos de capital de las líneas de crédito renovables no utilizadas. El documento completo del nuevo marco saldrá hacia finales de junio de 2004. El texto servirá de base para que continúen la creación y aprobación de normas al respecto y para que las organizaciones bancarias concluyan los procesos necesarios para su aplicación. Está previsto que el Basilea II se aplique en los países miembros desde finales del año 2006, aunque las propuestas más avanzadas requerirán un año adicional para el análisis de impacto y/o para la aplicación de la nueva norma en paralelo con la anterior. Estas propuestas se introducirán a finales del año 2007.

A la vista de estos avances, el Comité ha comenzado a preparar a los supervisores y al sector bancario para la entrada en vigor del marco revisado de suficiencia de capital. En este sentido, el Grupo para la Aplicación del Acuerdo (AIG) ha sido el foro en el que los supervisores han analizado cuestiones prácticas y han intercambiado información sobre las labores de aplicación. Para ayudar a fomentar la coherencia en la aplicación del Basilea II en las organizaciones bancarias internacionalmente activas, el AIG publicó en agosto de 2003 el documento titulado *Principios de alto nivel para la aplicación transfronteriza del Nuevo Acuerdo* y en enero de 2004 el informe *Principles for the home-host recognition of AMA (advanced measurement approach) operational risk capital*. Además, el AIG ha tratado de estrechar las relaciones entre el Comité y otros supervisores, celebrando tres reuniones con supervisores de los principales países que no están representados en el Comité. Actualmente, coordina una serie de estudios sobre casos prácticos de bancos internacionalmente activos que están realizando sus supervisores principales (algunos de los cuales proceden de países que no son miembros del Comité).

### *Trabajos sobre contabilidad, auditoría y cumplimiento de la normativa*

Las recientes noticias sobre fraude empresarial han vuelto a poner sobre la palestra el asunto del gobierno corporativo, destacando así la importancia de unas normas firmes de contabilidad y de auditoría para la integridad de los mercados abiertos. Aunque el Comité no establece criterios de contabilidad ni de auditoría para sus miembros, reconoce que la transparencia en la divulgación de información financiera contribuye a fomentar la disciplina y refuerza, en última instancia, la solidez del sistema bancario. Para fomentar los esfuerzos actuales destinados a mejorar la presentación de informes por parte de los bancos y para evaluar cuál es la situación actual de este asunto, el Comité publicó en mayo de 2003 su estudio periódico sobre la divulgación de información bancaria, revisando en esta ocasión los informes anuales emitidos por 54 bancos.

El Comité reconoce que al mismo tiempo es necesario que la supervisión se base en las nuevas normas internacionales que están elaborándose para contables y auditores. Para apoyar estos esfuerzos, el Comité contribuye a los trabajos de los órganos asesores del International Accounting Standards Board (IASB) y del International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). El Comité también ha tratado de orientar a los supervisores y a los bancos sobre las nuevas normas financieras y ha pedido a los órganos encargados de establecer criterios de contabilidad y auditoría que le informen sobre proyectos propios que abordan áreas afines.

Los acontecimientos recientes han demostrado que las organizaciones pueden sufrir considerables pérdidas materiales y ver empañada su reputación cuando no cumplen con unas normas adecuadas sobre presentación de informes, contabilidad y auditoría. En el caso de los bancos, esos riesgos ponen de manifiesto la necesidad de garantizar el cumplimiento de todas las normas jurídicas, reguladoras y contables relevantes, así como las políticas establecidas por sus propios consejos de administración y altos directivos. Con este fin, en agosto de 2003 publicó un borrador de consulta en el que se aborda la necesidad de que los bancos evalúen sus políticas de "conozca a su cliente" desde un punto de vista internacional, con el fin de reducir el riesgo de que sus redes se vean implicadas en el blanqueo de dinero o en la financiación del terrorismo. A este borrador le siguió un documento de consulta en octubre en el que se exponen las expectativas de los supervisores acerca de las funciones de cumplimiento de la normativa de los bancos.

### *Otras cuestiones relativas a la banca y a la supervisión*

El año pasado, el Comité analizó y publicó varios documentos acerca de otras cuestiones relativas a la banca y a la supervisión. Publicó la versión final de dos informes relacionados con las finanzas electrónicas o en línea: el primero se tituló *Risk management principles for electronic banking* y el segundo fue un documento relacionado con la gestión y la supervisión de esas actividades cuando traspasan las fronteras nacionales. También publicó un documento revisado para ser comentario, *Principles for the management and supervision of interest rate risk*. Éste tiene en cuenta los avances realizados en las prácticas de gestión del riesgo, así como los comentarios sobre propuestas para la

supervisión del riesgo de tipos de interés contenidas en el tercer documento de consulta sobre el nuevo marco de suficiencia de capital.

### *Comité sobre el Sistema Financiero Global*

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) es un foro de bancos centrales dedicado a identificar y evaluar posibles fuentes de crisis en los mercados financieros internacionales, para promover la comprensión del funcionamiento y los fundamentos de los mercados financieros con el fin de fomentar el desarrollo de mercados financieros ágiles y estables. El Comité está presidido por Roger W Ferguson Jr, Vicepresidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

Los análisis de seguimiento giraron en torno a una serie de acontecimientos destacados ocurridos en los mercados financieros durante el año. Entre éstos figura la volatilidad de los mercados financieros hacia mediados de 2003. El Comité trató de extraer lecciones sobre la dinámica de los ajustes de los tipos de interés en los mercados financieros. También se examinaron las consecuencias para la estabilidad financiera del clima de bajos tipos de interés. El Comité analizó el grado en que éste podría estar contribuyendo al aumento de los precios en los mercados de renta fija, renta variable e inmobiliario, así como a la brusca reducción de los diferenciales tanto de los bonos de empresa como de los bonos soberanos en los mercados de deuda. La gran acumulación de reservas de divisas y sus consecuencias para algunos mercados financieros también fueron objeto de especial atención.

Para comprender el funcionamiento y los fundamentos de los mercados financieros, el CGFS publicó en marzo de 2004 un informe de un grupo de trabajo, *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*, en el que se analizan los retos que plantea la inversión extranjera directa a las instituciones inversoras, a los países de origen y de destino de las inversiones y al sistema financiero internacional. Se llevarán a cabo seminarios regionales de seguimiento en Corea, México y Polonia. El CGFS también analizó las características de diversos mercados hipotecarios nacionales. Como marco para estos estudios, se analizó el mercado hipotecario danés, cuyas conclusiones se publicaron en el *Informe Trimestral del BPI* de marzo de 2004.

Los miembros del CGFS también colaboraron con altos ejecutivos de algunos grandes conglomerados financieros con el fin de comprender mejor cómo podrían afectar los cambios de la toma de decisiones (por ejemplo, en relación con la gestión del riesgo y la asignación de capital) al funcionamiento del sistema financiero en su conjunto.

Actualmente, se está trabajando sobre la función que desempeñan las calificaciones crediticias en los mercados de instrumentos financieros estructurados, que tan rápidamente evolucionan. El grupo de trabajo sobre esta cuestión, establecido en mayo de 2003, intenta, entre otras cosas, documentar los procesos de calificación en los mercados financieros estructurados y determinar cómo afecta el crecimiento del negocio con estos

instrumentos financieros a los bancos centrales, dada su responsabilidad en materia de estabilidad financiera.

Siguiendo en la línea de estudio del Comité sobre la transferencia de riesgo crediticio, y tras el informe publicado en enero de 2003, se confeccionó una plantilla para la recogida de datos sobre los *swaps* de incumplimiento de crédito. Se prevé que los sistemas de información sean similares a los que se emplean en la encuesta semestral del BPI sobre derivados OTC, con información sobre las cantidades nominales en circulación y su precio de mercado, la naturaleza de los riesgos transferidos y la identidad de las instituciones que asumen riesgos y se protegen de los mismos.

### *Comité de Sistemas de Pago y Liquidación*

El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) contribuyó al fortalecimiento de la infraestructura de los mercados financieros, promoviendo unos sistemas de pago y liquidación sólidos y eficientes. A lo largo del año, reforzó su cooperación con otras instituciones y grupos internacionales. El Comité lo preside Tommaso Padoa-Schioppa, Miembro del Directorio Ejecutivo del BCE.

En agosto de 2003, el CPSS publicó el informe *La función del dinero del banco central en los sistemas de pago*. El uso del dinero de los bancos centrales está relacionado con el equilibrio entre los servicios que prestan los bancos centrales y los que prestan los bancos comerciales en el sistema de pagos. Dados los cambios fundamentales generalizados que han experimentado los sistemas de pago en los últimos diez años y que prosiguen en la actualidad, el informe se pregunta si está manteniéndose un equilibrio correcto entre el uso del dinero de los bancos centrales y el de los bancos comerciales.

El informe muestra que los bancos centrales miembros del CPSS comparten muchos objetivos comunes, así como los principales argumentos de sus políticas en cuanto al papel que desempeña el dinero de los bancos centrales en los sistemas de pagos. Sin embargo, a menudo existen diferencias en la aplicación de esas políticas. Exponiendo tanto las similitudes como las diferencias, el informe pretende ofrecer una base empírica útil y un sólido marco analítico que conciencie y estimule el debate sobre estas cuestiones clave.

En marzo de 2004, el CPSS y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) publicaron el informe de consulta sobre *Recommendations for Central Counterparties*. Si se cuenta con una entidad de contrapartida central (ECC) bien diseñada, con unos sistemas apropiados de gestión del riesgo, se reducen los riesgos a los que se enfrentan los partícipes y se mejora la estabilidad financiera, al tiempo que se concentran los riesgos y las responsabilidades de la gestión del riesgo. Por lo tanto, la eficacia del control de riesgos en una ECC y la suficiencia de sus recursos financieros son aspectos fundamentales de la infraestructura de los mercados a los que sirve. A la luz de los pasos dados por los mercados financieros para desarrollar las ECC y ampliar el ámbito de sus servicios, el

informe formula recomendaciones para la gestión de los principales riesgos a los que éstas se enfrentan. También contiene una metodología para evaluar la aplicación de las recomendaciones. Se prevé que el informe final se publique más adelante este año.

El Comité continuó analizando la evolución mundial de los productos de dinero electrónico y sus posibles implicaciones. Como los pagos realizados a través de Internet y de la telefonía móvil han avanzado durante los últimos tiempos a un ritmo bastante rápido en comparación con el uso del dinero electrónico, el CPSS decidió incluir estos innovadores métodos de pago en su *Survey of developments in electronic money and internet and mobile payments*, que se publicó en marzo de 2004. El estudio contiene información sobre productos de dinero electrónico y pagos a través de Internet y de la telefonía móvil en 95 países o territorios, así como sobre la orientación adoptada por las diversas autoridades competentes, incluidos los bancos centrales.

Una parte importante de la labor del Comité sigue estando dedicada a la aplicación de su estrategia, suscrita por los Gobernadores del G-10, para reducir el riesgo de liquidación en las operaciones con divisas. Para ello, prosiguió su labor de seguimiento y fomento de las iniciativas del sector privado en este ámbito.

El CPSS también continuó esforzándose en reforzar su cooperación y extender su labor con bancos centrales no pertenecientes al G-10, especialmente con los de las economías de mercado emergentes. En colaboración con los respectivos bancos centrales, la Secretaría del Comité ayudó a realizar estudios de consulta sobre los sistemas de pagos de algunos países. El Comité también aportó su ayuda y experiencia a las reuniones de trabajo y seminarios sobre cuestiones relacionadas con sistemas de pago organizados por el BPI en colaboración con organizaciones regionales de bancos centrales.

### *Comité de los Mercados*

Las reuniones bimestrales periódicas del Comité de los Mercados giraron en torno a la evolución de los mercados de divisas y de los mercados financieros relacionados. Continuando con la tradición, el Comité, que agrupa a altos cargos de los bancos centrales del G-10 responsables de las operaciones de mercado, invitó en diversas ocasiones a representantes de otros importantes países a sumarse a los debates. Los temas más analizados fueron:

- la repercusión de los desequilibrios de la cuenta corriente en los principales tipos de cambio;
- la búsqueda de rendimientos en un clima de bajos tipos de interés;
- la acumulación mundial de reservas de divisas; y
- las consecuencias de los compromisos de política implícitos o explícitos para los mercados financieros.

A lo largo del año, los miembros también analizaron una serie de temas específicos, entre los que figuran las consecuencias de la ampliación de la Unión Europea para la unión monetaria y los mercados financieros, cuestiones

técnicas relacionadas con las plataformas electrónicas de contratación de divisas y los factores que podrían subyacer tras las recientes oscilaciones del volumen de operaciones al contado entre divisas.

Sheryl Kennedy, Subgobernadora del Banco de Canadá, fue nombrada Presidenta del Comité en mayo de 2003.

### *Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación*

El Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación (CBCDG) ha recibido el mandato de los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 de examinar las nuevas amenazas para la seguridad de los billetes bancarios y proponer contramedidas que puedan ser aplicadas por las autoridades emisoras. El BPI contribuye a los trabajos del CBCDG realizando labores de secretaría y actuando como su agente en los acuerdos contractuales.

En marzo de 2004, el CBCDG anunció que había desarrollado un Sistema de Lucha contra la Falsificación, basado en la aplicación de tecnologías antifalsificación que impiden que los ordenadores personales y las herramientas de captura digital de imágenes puedan recoger o reproducir la imagen de un billete bancario protegido.

## Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia

### *El Grupo de los Diez*

A lo largo del año, el Banco contribuyó activamente a las tareas realizadas por los ministros de Hacienda y los Gobernadores y Subgobernadores de los bancos centrales de los países del G-10, así como las de los grupos de trabajo constituidos bajo sus auspicios, y lo hizo participando en calidad de observador y realizando labores de secretaría para estos grupos junto con el FMI y la OCDE.

El G-10 continuó analizando los avances realizados en la inclusión de cláusulas de acción colectiva en los bonos soberanos. Las características fundamentales de esas cláusulas quedaron definidas por su Grupo de Trabajo sobre Cláusulas Contractuales en 2002. En septiembre de 2003, los ministros y Gobernadores de los países del G-10 pidieron a sus Subgobernadores que centraran sus esfuerzos en el análisis y el seguimiento de la exposición a riesgos financieros del FMI y de otras instituciones financieras internacionales.

### *Foro sobre la Estabilidad Financiera*

El Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF) fomenta la estabilidad financiera internacional mejorando el intercambio de información y la cooperación en la supervisión y el seguimiento financieros. El Foro reúne periódicamente a las autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera, entre los que se encuentran altos cargos de departamentos del Tesoro, bancos centrales y agencias de supervisión financiera, junto a altos representantes

de instituciones financieras internacionales, de organismos internacionales responsables del establecimiento de criterios de supervisión o de regulación y de grupos de expertos en banca central. La secretaría del FSF, integrada por personal en comisión de servicios procedente de países e instituciones miembros, está ubicada en el BPI. Puede encontrarse información adicional sobre el FSF en su dirección en Internet [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org).

Los principales temas analizados por el FSF durante sus reuniones semestrales son la evolución coyuntural, las vulnerabilidades financieras estructurales y las medidas necesarias para subsanarlas. El Foro también analiza y promueve la coordinación de labores destinadas a fortalecer los sistemas financieros. Asimismo, celebra reuniones regionales para fomentar un debate más amplio sobre las vulnerabilidades financieras y para que los representantes regionales puedan hacer observaciones sobre su labor. Asimismo, a través de su Consejo Asesor, el Presidente del Foro intercambia periódicamente impresiones con agentes del sector privado y otros observadores en torno a cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera.

Un tema de gran importancia en las recientes reuniones del FSF ha sido el debate sobre qué reformas son necesarias a escala nacional e internacional para restablecer la confianza en los informes financieros tras los recientes escándalos relacionados con la presentación de informes y con la contabilidad de las empresas. Entre sus iniciativas para reforzar los fundamentos del mercado, el Foro ha tratado de fomentar la consistencia internacional e intersectorial, incluidos el papel y la función de las agencias de calificación del crédito. Se le ha otorgado una gran atención a la mejora de la función de auditoría, mediante el establecimiento de la vigilancia pública de los auditores nacionales y las actividades de elaboración de criterios internacionales de la profesión de auditor.

El FSF ha continuado interesándose por los avances realizados para mejorar las prácticas de supervisión, regulación e intercambio de información en los centros financieros extraterritoriales. Otro objetivo ha sido mejorar la transparencia y la difusión de información en el sector del reaseguro. El Foro ha seguido solicitando una mayor frecuencia y un mejor contenido de la presentación de informes, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, por parte de las compañías de seguros y de reaseguro.

El Foro también se ha mostrado muy interesado en las actividades de transferencia del riesgo crediticio (TRC). Este interés se debe en parte a las diferencias de opinión entre los supervisores bancarios sobre las actividades de TRC por un lado, cuya preocupación es saber si el riesgo se ha transferido completamente, y los encargados de la protección del inversionista o del titular de la póliza por el otro, cuyas entidades son frecuentemente compradoras de riesgo crediticio. Tras los estudios iniciales del CGFS y de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), actualmente está realizándose una importante evaluación de las cuestiones y de los riesgos implícitos en el Foro Conjunto integrado por el Comité de Basilea, la OICV y la IAIS. Se espera que estos esfuerzos ofrezcan orientaciones prácticas a las autoridades financieras para el seguimiento de la evolución del mercado y la evaluación de los riesgos en sus instituciones.

El FSF continuó informando a lo largo del año a los ministros de Finanzas y a los Gobernadores de los bancos centrales del G-7 así como al Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI acerca de su visión sobre las vulnerabilidades financieras y sobre otras cuestiones.

### *Asociación Internacional de Supervisores de Seguros*

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) contribuye a la estabilidad financiera mundial mediante la mejora de la supervisión del sector asegurador. Esta tarea se realiza mediante la elaboración de criterios supervisores, la ayuda mutua y el intercambio de información sobre las respectivas experiencias de sus miembros. La IAIS, en colaboración con otros organismos reguladores internacionales (en el marco del Foro Conjunto), ha contribuido a la elaboración de principios para la supervisión de conglomerados financieros, al tiempo que participa activamente en el FSF. El BPI es la sede de la secretaría de la IAIS desde que ésta se creó en 1998. Puede obtenerse más información sobre la IAIS y sobre sus publicaciones en su página de Internet ([www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org)).

El año pasado, la IAIS publicó diversos documentos en los que se exponen los criterios de supervisión en el campo de los seguros. Tras examinar las experiencias de los miembros en la utilización de los Principios Básicos para los Seguros en los ejercicios de autoevaluación, la IAIS revisó y amplió sus *Insurance Core Principles and Methodology* con el fin de ofrecer nuevas orientaciones para el funcionamiento eficaz de los sistemas de supervisión en todo el mundo. También publicó *Insurance Core Principles on Corporate Governance* y *Supervisory Standard on Supervision of Reinsurers*. Entre los trabajos en curso se encuentran la formulación de criterios, orientaciones o documentos de debate sobre una amplia variedad de cuestiones relacionadas con la difusión de información, la gestión del riesgo, el nivel adecuado de capital y la supervisión de las compañías de seguros y de reaseguro.

En respuesta a la preocupación del FSF por las posibles vulnerabilidades de los mercados internacionales de reaseguro, dados los vínculos del sector con otros sectores, la IAIS presentó en marzo de 2004 su informe final sobre el desarrollo de un marco para mejorar la transparencia del mercado mundial de reaseguro y la difusión de información sobre el riesgo por parte de las compañías reaseguradoras.

La IAIS coordina con la IASB sus tareas relacionadas con el Proyecto sobre Seguros y otros proyectos importantes sobre contabilidad. En particular, la IAIS expuso sus comentarios acerca del *Exposure Draft ED 5* de la IASB sobre los contratos de seguro. También está colaborando estrechamente con el Grupo de Acción Financiera Internacional en las iniciativas para combatir el blanqueo de dinero y luchar contra la financiación del terrorismo.

La IAIS, en colaboración con el FSI y las autoridades nacionales responsables de la supervisión de los seguros, organizó numerosos seminarios y programas de formación y facilitó material formativo a los supervisores del sector con el fin de ayudarles a cumplir los criterios de supervisión de la IAIS.

## *Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos*

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI) se estableció en mayo de 2002 y abrió su sede central en el BPI en octubre de ese mismo año. Actualmente, 51 organizaciones (de las cuales 34 son miembros de pleno derecho) de todo el mundo participan en las actividades de la IADI, entre ellas algunos bancos centrales que tienen interés en fomentar la adopción o el funcionamiento de sistemas eficaces de seguro de depósitos.

Los objetivos de la IADI son:

- mejorar el conocimiento de los intereses y cuestiones comunes relacionados con los fondos de garantía de depósitos;
- formular orientaciones para aumentar la eficacia de los sistemas de seguro de depósitos, entre otros al ofrecer asesoramiento de carácter práctico y no normativo sobre el establecimiento o la mejora de dichos sistemas;
- facilitar el intercambio de experiencias y de información por medio de programas de formación, desarrollo y educación; y
- realizar investigaciones sobre cuestiones relacionadas con el seguro de depósitos.

Durante su segundo año, la IADI siguió ofreciendo un foro para facilitar amplios contactos internacionales entre los garantes de depósitos y otros agentes interesados. A la segunda Conferencia de la IADI, celebrada en Seúl (Corea) en octubre de 2003, asistieron autoridades de 52 países. El tema principal de la conferencia fue la protección eficaz de los depósitos mediante mejores sistemas de buen gobierno. La Asociación también concluyó un amplio estudio sobre los factores relacionados con la elaboración de sistemas de seguro de depósitos en algunos países y formuló orientaciones sobre el uso de sistemas de primas diferenciales.

Entre las actividades regionales figuran reuniones de los comités en Asia y el Caribe. La IADI también participó en el Diálogo de Políticas sobre el Seguro de Depósitos de la APEC organizado por la Canada Deposit Insurance Corporation y celebrado en el Banco Central de Malasia en febrero de 2004. Además, también colaboró con el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo en la organización de un seminario sobre seguros de depósitos para autoridades de los países balcánicos occidentales.

La página de Internet de la IADI ([www.iadi.org](http://www.iadi.org)) y su boletín mensual suministran información sobre sus actividades a los miembros y participantes. La IADI también ha publicado una guía formativa, que ha circulado ampliamente entre los garantes de depósitos.

## **Servicios financieros del Banco**

### *Servicios bancarios*

El BPI ofrece una amplia variedad de servicios financieros para ayudar a los bancos centrales y a otras instituciones monetarias oficiales en la administración de sus reservas internacionales. Unos 140 clientes, entre los

que se encuentran diversas instituciones financieras internacionales, hacen uso actualmente de estos servicios.

El BPI presta sus servicios financieros a través de dos salas de negociación conectadas entre sí que se encuentran en su sede de Basilea y en su Oficina asiática en Hong Kong RAE. La seguridad y la liquidez son las características esenciales de los servicios de intermediación de crédito del Banco, apoyados por un sólido marco interno de gestión del riesgo. De acuerdo con las mejores prácticas, una unidad independiente de control del riesgo que informa directamente al Director General Adjunto (y a través de él al Director General) supervisa los riesgos de crédito, de liquidez así como de mercado y operativo.

El BPI trata de adaptar constantemente su variedad de productos para responder más eficazmente a las cambiantes necesidades de los bancos centrales. Entre la gama habitual de inversiones del Banco en el mercado de dinero figuran las cuentas a la vista/con preaviso y los depósitos a plazo fijo. En respuesta al creciente interés de los bancos centrales en mejorar el rendimiento de sus activos de reserva, el Banco ha desarrollado dos instrumentos financieros que pueden negociarse (comprarse y revenderse) directamente con él:

- la Inversión de Tasa Fija en el BPI (FIXBIS) es un producto del mercado monetario sumamente flexible que permite a los bancos centrales gestionar su liquidez más activamente;
- el Instrumento a Medio Plazo del BPI (MTI), con vencimiento máximo a 10 años, está destinado a los bancos centrales que tienen objetivos más a largo plazo en la gestión de sus reservas. Últimamente, el BPI ha lanzado un MTI con una cláusula de recompra incorporada.

El Banco también realiza transacciones de divisas y operaciones con oro por cuenta de sus clientes.

El BPI presta servicios de gestión de activos en títulos soberanos o inversiones de alta calidad crediticia, ya sea mediante el mandato para la gestión específica de una cartera o mediante un fondo abierto que permite a dos o más clientes invertir en un conjunto común de activos. En julio de 2003, los 11 miembros del grupo de bancos centrales y autoridades monetarias del EMEAP lanzaron el Fondo Asiático de Bonos (ABF), un fondo de inversión con suscripciones por un total de algo más de mil millones de dólares. El Fondo es gestionado por el BPI e invierte en una cesta predeterminada de bonos del Estado y con garantía del Estado de las economías del EMEAP (excluidos Australia, Japón y Nueva Zelandia).

El BPI extiende en ocasiones créditos a corto plazo a los bancos centrales, normalmente garantizados. También realiza las funciones de fideicomisario y de agente depositario de garantías (véase más adelante).

### *Operaciones del departamento bancario en 2003/04*

El balance del BPI aumentó en 18.300 millones de DEG para cerrar el ejercicio financiero a 31 de marzo de 2004 en 167.900 millones de DEG, lo que representa un aumento interanual del 12,2% y la cuarta cifra récord

consecutiva al cierre de un ejercicio financiero. El crecimiento del balance hubiera sido aún mayor de no ser por la depreciación del dólar de Estados Unidos con respecto al DEG. Si los tipos de cambio se hubieran mantenido constantes durante todo el año, el total habría aumentado en otros 3.900 millones de DEG.

Durante la primera parte del ejercicio financiero, el saldo cayó, pero una significativa entrada de depósitos de clientes a finales de julio de 2003 elevó el total a un máximo de 159.600 millones de DEG. A lo largo de los meses siguientes, se produjo una disminución del balance que se invirtió antes de que alcanzara de nuevo máximos consecutivos entre noviembre de 2003 y finales de marzo de 2004. El 12 de marzo se registró un máximo sin precedentes por valor de 171.700 millones de DEG, que fue seguido de una modesta contracción durante las dos últimas semanas del ejercicio financiero.

### *Pasivo*

Una gran parte del pasivo del BPI está formado por depósitos efectuados por sus clientes, la mayoría de los cuales están denominados en divisas y el resto en oro. A 31 de marzo de 2004, estos depósitos (excluidos los pactos de recompra) sumaban un total de 140.400 millones de DEG, frente a los 128.500 millones de DEG que se alcanzaron al cierre del ejercicio anterior.

Los depósitos en divisas de clientes pasaron de 122.500 millones de DEG al cierre del ejercicio financiero anterior a 133.200 millones de DEG. La composición de monedas de los depósitos sufrió un notable cambio durante el ejercicio financiero 2003/04. A 31 de marzo de 2004, el dólar de Estados Unidos representaba el 62,4% de los depósitos en divisas, lo que constituyó una disminución con respecto al 67,1% del ejercicio anterior. Mientras que los clientes aumentaron sus depósitos en el BPI en todas las principales monedas de reserva, los fondos recibidos en monedas otras que el dólar, especialmente en euros y libras esterlinas, crecieron a un ritmo mucho más rápido que los fondos recibidos en dólares. Sin embargo, el incremento de los depósitos de oro, de 6.000 millones de DEG a 7.300 millones de DEG, fue atribuible principalmente a factores de valoración (la subida del precio de mercado del oro), ya que el nivel subyacente de fondos procedentes de los bancos centrales permaneció relativamente estable.

La expansión de los depósitos en divisas de clientes de 10.600 millones de DEG fue atribuible al crecimiento de los saldos de cuentas en efectivo y de los instrumentos negociables del mercado de dinero. Los saldos de las cuentas a la vista/con preaviso casi se duplicaron durante el ejercicio financiero y las suscripciones de FIXBIS aumentaron un 11,1%. En cambio, las colocaciones en depósitos a plazo fijo del BPI disminuyeron un 8,3%. Estas tendencias, consideradas en su conjunto, posiblemente reflejen un giro hacia la liquidez en previsión de un clima de subida de los tipos de interés. Las suscripciones vigentes de MTI apenas variaron, manteniéndose en 41.200 millones de DEG frente a los 41.700 millones de DEG del ejercicio anterior y constituyeron el mayor instrumento de depósito utilizado por los clientes del BPI, representando casi un tercio del total de depósitos en divisas.

El desglose geográfico de los depósitos en divisas con el BPI indica que la demanda procedente de Asia fue particularmente elevada durante el periodo examinado.

### *Activo*

Los activos del BPI consisten en su mayor parte en inversiones en bancos comerciales internacionales de excelente reputación y títulos del Estado y con garantía del Estado, incluidos pactos de recompra inversa. El Banco gestiona su riesgo crediticio de forma conservadora; a 31 de marzo de 2004, el 99,6% de sus tenencias de inversión estaban clasificadas como A o superior (véase la nota 30F a los estados financieros).

A 31 de marzo de 2004, las tenencias del Banco de depósitos en divisas y de títulos (incluidos los pactos de recompra inversa) ascendían a 153.700 millones de DEG, frente a los 134.700 millones de DEG al cierre del pasado ejercicio financiero. Estos fondos adicionales se invirtieron en letras del Tesoro, depósitos a plazo en bancos y en pactos de recompra inversa, que aumentaron en 28.500 millones de DEG, pasando a 120.200 millones de DEG. En cambio, los saldos de las cuentas líquidas disminuyeron en 4.300 millones de DEG y los títulos de deuda en otros 5.200 millones de DEG. Los activos del Banco en oro pasaron de 7.500 millones de DEG a 9.100 millones de DEG durante el mismo periodo, debido al aumento del precio de mercado del oro. La proporción de títulos del Estado y con garantía del Estado continuó aumentando hasta representar el 38,5% del total de activos a 31 de marzo de 2004, frente a la cifra cercana a un tercio en el ejercicio anterior.

El BPI recurre a diversos instrumentos financieros derivados con el fin de gestionar más eficientemente sus activos y pasivos (véase la nota 6 de los estados financieros). Estos instrumentos derivados son en su mayor parte de la variedad clásica, en concreto, futuros y *swaps* de tipos de interés.

### *Funciones de agente y fideicomisario*

#### *Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales*

El Banco continuó actuando como fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes and Young (para saber más al respecto, véase el 63° Informe Anual de junio de 1993). El Deutsche Bundesbank, en su calidad de agente de pago, notificó al Banco que en 2003 la Bundeswertpapierverwaltung (BWV o Administración de Títulos Federales de Alemania) había concertado el pago de una cantidad total próxima a 5,2 millones de euros en concepto de amortización e intereses. Los valores del reembolso y otros detalles fueron publicados por la BWV en el *Bundesanzeiger* (el Boletín federal oficial).

El Banco ha continuado haciendo reserva de la aplicación de la cláusula de garantía cambiaria del empréstito Young por parte de la BWV (reservas detalladas en su 50° Informe Anual de junio de 1980), que hizo extensiva a los bonos de consolidación 1990–2010.

### *Funciones de depositario de plica*

De conformidad con un Acuerdo de Plica con fecha del 13 de agosto de 2003, el BPI actúa en calidad de depositario de plica para retener y liberar fondos, bajo determinadas condiciones, en relación a la resolución de las acciones judiciales emprendidas en Estados Unidos entre las familias de los 270 fallecidos en el accidente del Vuelo 103 de Pan Am en Lockerbie (Escocia) el 21 de diciembre de 1988 y varios acusados de origen libio.

### *Funciones de agente depositario de garantías*

De conformidad con una serie de acuerdos, el BPI actúa en calidad de agente depositario y encargado de la inversión de garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos denominados en divisas emitidos por algunos países en virtud de los acuerdos de reestructuración de su deuda externa. Los acuerdos de garantías vigentes incluyen los correspondientes a los bonos brasileños (descritos detalladamente en el *64º Informe Anual* de junio de 1994), los bonos peruanos (véase el *67º Informe Anual* de junio de 1997) y los bonos de Costa de Marfil (véase el *68º Informe Anual* de junio de 1998).

## Cuestiones institucionales y administrativas

### *Ampliación del número de miembros*

Con vistas a reforzar aún más la cooperación entre los bancos centrales, el 29 de junio de 2003 el Consejo de Administración decidió invitar a otros seis bancos centrales a formar parte del Banco, de conformidad con los Artículos 6 y 8(3) de los Estatutos. El Banco de Argelia, el Banco Central de Chile, el Banco de Indonesia, el Banco de Israel, el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia y el Banco Central de Filipinas fueron invitados a suscribir cada uno 3.000 acciones del tercer tramo del capital del BPI. Al cierre del periodo de suscripción a finales de septiembre de 2003, los seis bancos habían aceptado la oferta del Consejo de formar parte del BPI.

En su reunión de junio, el Consejo fijó el precio de emisión en 14.018 DEG por acción. Como el valor desembolsado por las acciones del Banco asciende a un 25%, es decir, 1.250 DEG por acción, el precio de emisión de 14.018 incluyó una prima de 12.768 DEG por acción. Tras la suscripción de las 18.000 nuevas acciones, el número de acciones emitidas por el Banco aumentó a 547.125 y el capital desembolsado del Banco en el balance aumentó en 22,5 millones de DEG, pasando a 683,9 millones de DEG a 31 de marzo de 2004. La prima agregada recibida de los bancos centrales suscriptores ascendió a 229,8 millones de DEG, de los cuales 2,2 millones de DEG se asignaron al fondo de reserva legal y 227,6 millones de DEG al fondo de reserva general.

### *Recuperación de las acciones en manos de particulares*

Tras la decisión adoptada en la Asamblea General Extraordinaria celebrada el 8 de enero de 2001 para recuperar todas las acciones

del BPI que estaban en manos de particulares (detallada en el *71º Informe Anual* de junio de 2001), el Banco procedió a un pago compensatorio de 16.000 francos suizos por acción a antiguos accionistas privados registrados. Algunos de ellos expresaron su disconformidad con esta cantidad (véase el *72º Informe Anual* de julio de 2002), presentando demandas ante el Tribunal Arbitral establecido en virtud del Acuerdo de La Haya, el cual, de conformidad con el Artículo 54 de los Estatutos del Banco, es el único competente para dictaminar en las disputas derivadas de la operación de recompra entre el Banco y sus antiguos accionistas privados. El Tribunal Arbitral emitió un Laudo Parcial el 22 de noviembre de 2002 confirmando la legalidad de la recompra obligatoria, pero concluyendo, no obstante, que la indemnización debía incrementarse. El Tribunal falló que los antiguos accionistas privados tenían derecho a recibir una parte proporcional del valor del activo neto del Banco, sujeta, sin embargo, a un descuento de un 30%. Esta fórmula es equivalente a la que ha aplicado el BPI a las nuevas suscripciones de acciones por parte de los bancos centrales.

Tras las nuevas diligencias llevadas a cabo en 2003, el Tribunal Arbitral emitió su Laudo Final el 19 de septiembre de 2003. En aplicación de este laudo, que no puede ser recurrido, el BPI pagó a cada uno de los litigantes en el arbitraje una indemnización adicional, incluidos intereses, de 9.052,90 francos suizos por acción. De acuerdo con su compromiso de hacer extensivo de forma voluntaria a todos los antiguos accionistas privados registrados el dictamen del Tribunal Arbitral como resolución final de todas las demandas, el Banco ha dispuesto el pago de la indemnización adicional dictaminada por el Tribunal Arbitral. A 31 de marzo de 2004, esta indemnización adicional se ha pagado en concepto de más del 96% de las acciones retiradas.

En las acciones emprendidas por otro grupo de antiguos accionistas privados, el Tribunal Comercial de París dictó en marzo de 2003 una resolución preliminar (sin analizar el fondo del asunto), según la cual se declara competente para dictaminar sobre las demandas que persiguen un aumento del importe de la indemnización. El BPI recurrió esta resolución ante el Tribunal de Apelación de París, alegando que el Tribunal Arbitral de La Haya es el único órgano competente para dictaminar sobre esta cuestión. En una resolución dictada el 25 de febrero de 2004, el Tribunal de Apelación de París falló a favor del BPI declarando que el Tribunal Comercial de París no era competente para dictaminar sobre dichas demandas. El 26 de abril de 2004, algunos de estos demandantes iniciaron diligencias ante el Tribunal de Casación (la más alta instancia jurídica francesa) para invalidar el fallo del Tribunal de Apelación en cuanto al asunto de la jurisdicción.

## *La administración del Banco*

### *Medida de la transparencia*

Durante el año examinado, el Banco adoptó una serie de medidas para medrar la transparencia de sus operaciones y mejorar su estructura.

En el terreno de la difusión de información financiera, la medida más visible fue la modernización de las políticas contables del Banco y la ampliación de la información divulgada en los estados financieros, que actualmente están más en línea con las prácticas de presentación de información financiera internacional. Además, a partir del 1 de abril de 2003, el BPI sustituyó el franco oro como unidad de cuenta por el Derecho Especial de Giro (DEG), que es una cesta de monedas definida por el FMI y representativa de las principales monedas que se utilizan en el comercio y en las finanzas internacionales (estos cambios se describen detalladamente en el *73º Informe Anual* de junio de 2003). También se ha prestado especial atención a la descripción más precisa y minuciosa del papel que desempeña el Banco, su funcionamiento y gestión, así como a su contribución al fomento de la cooperación internacional con el objetivo de alcanzar tanto la estabilidad monetaria como financiera.

#### *Política presupuestaria*

El proceso de formulación del presupuesto del Banco para el próximo ejercicio financiero comienza aproximadamente seis meses antes de que la Alta Dirección del Banco establezca una orientación para su actividad y un marco financiero en sentido amplio. En este contexto, cada unidad de negocio especifica sus planes y los correspondientes recursos necesarios. El proceso de conciliación de los planes detallados de cada departamento, los objetivos y la disponibilidad global de recursos culmina en la elaboración de un presupuesto financiero preliminar, que debe ser aprobado por el Consejo de Administración antes del comienzo del ejercicio financiero.

En la elaboración del presupuesto, se distingue entre gastos administrativos y gastos de capital. La remuneración del personal representa alrededor de la mitad de los gastos administrativos. Otras grandes partidas del gasto, que representan entre el 10% y el 15% de los gastos administrativos, son los gastos en TI y telecomunicaciones y los desembolsos relacionados con el Plan de Pensiones del Banco. Por su naturaleza, el gasto de capital tiende a variar significativamente de un año a otro. La mayoría de los gastos administrativos y de capital del Banco se realiza en francos suizos.

Los gastos administrativos, antes de amortización, durante el ejercicio financiero 2003/04 alcanzaron los 204,3 millones de francos suizos, lo que representa una reducción del 5,0% con respecto a la cantidad presupuestada de 215,1 millones de francos suizos<sup>2</sup>. Los costes del ejercicio fueron menores debido a la cancelación o posposición de algunos proyectos de edificios y TI, a la restricción de los viajes y las reuniones como consecuencia de la epidemia de SARS y de la prolongación del calendario para la aprobación del nuevo marco de suficiencia de capital ("Basilea II"), así como por la caída del dólar de Estados Unidos con respecto al franco suizo. El gasto de capital, de 19,7 millones de francos suizos, fue 11,0 millones menor de lo presupuestado;

<sup>2</sup> La contabilidad presupuestaria del Banco se basa en el principio de caja y excluye ciertos ajustes contables financieros (relacionados principalmente con los compromisos por prestaciones de jubilación) que tienen en cuenta los acontecimientos de los mercados financieros y actuariales. Estos factores adicionales se incluyen en la rúbrica "Gastos de explotación" en la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase "Beneficio neto y su distribución").

el gasto en algunos proyectos de TI, en particular, en el proyecto de aprendizaje electrónico FSI Connect y la reposición de equipos, fue inferior a lo previsto.

En marzo de 2004, el Consejo aprobó un incremento del presupuesto administrativo para el ejercicio financiero 2004/05 del 2,2%, hasta alcanzar la cifra de 219,8 millones de francos suizos. El presupuesto de capital prevé un incremento de 1,9 millones de francos suizos, hasta situarse en 32,6 millones. El presupuesto para el ejercicio 2004/05 pone énfasis en el reforzamiento de la capacidad de gestión del riesgo del Banco, en los esfuerzos para mejorar los mecanismos de seguridad y en el acondicionamiento de espacio para las reuniones de los bancos centrales.

#### *Política retributiva*

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos, entre los cuales se encuentran la titulación, la experiencia y las responsabilidades, y se clasifica en distintas categorías laborales. Periódicamente, se realizan estudios en los que se comparan los salarios del BPI con los de instituciones o segmentos del mercado equiparables. Estas comparaciones tienen en cuenta las diferencias en la tributación de los salarios del personal perteneciente a las instituciones estudiadas. Al aplicar los datos del mercado a los sueldos del BPI, el Banco se sitúa en la mitad superior de los sueldos de mercado para atraer a personas altamente cualificadas.

Las categorías laborales están ligadas a tramos salariales que se ajustan anualmente en función de la tasa de inflación de Suiza y del aumento medio de los salarios reales del sector empresarial en los principales países industrializados. En julio de 2003, las categorías salariales se incrementaron así en 2,02%. Las modificaciones de los sueldos de cada asalariado de cada categoría salarial se basan en méritos sujetos a una evaluación periódica de su rendimiento. En el BPI no existe un sistema de primas.

El personal contratado que no es suizo y que no residía en Suiza, incluidos los altos directivos, tiene derecho a una asignación de expatriación, que representa actualmente el 14% o el 18% del sueldo anual, dependiendo de la situación familiar. Además, el personal del BPI tiene acceso a través del Banco a un seguro médico y un plan de pensiones contributivo de prestaciones definidas.

Por lo que se refiere a la remuneración de los altos directivos, los salarios de los Jefes de Departamento se ajustan anualmente, normalmente en la misma cuantía en que lo hacen las categorías salariales del personal. Los sueldos del Director General y del Director General Adjunto son revisados periódicamente por el Consejo de Administración. A 1 de julio de 2003, la remuneración de los altos directivos era la siguiente (número de personas que desempeñan la función entre paréntesis):

- Director General (1) 670.740 francos suizos
- Director General Adjunto (1) 566.500 francos suizos
- Jefes de Departamento (3) 536.700 francos suizos

La Asamblea General Anual aprueba la remuneración de los miembros del Consejo de Administración, que se ajusta cada tres años. Desde el 1 de julio de 2002, la remuneración anual fija total que se paga al Consejo de Administración ha ascendido a 844.800 francos suizos. Además, los miembros del Consejo reciben un estipendio por cada reunión del Consejo en la que participan. Suponiendo que todos los consejeros estuvieran representados en todas las reuniones del Consejo, el total anual de estos estipendios ascendería a 777.240 francos suizos.

## Beneficio neto y su distribución

### *Beneficio neto*

El 74º ejercicio financiero es el primero en el que el Banco ha elaborado sus estados financieros en términos de DEG tras el cambio de la unidad de cuenta el 1 de abril de 2003. Al mismo tiempo y con vistas al largo plazo, el Banco ha aprovechado la ocasión para mejorar sus políticas contables y divulgativas. Esto hace que el estado financiero anual esté más en consonancia con la evolución de la presentación de los informes financieros internacionales y ofrezca una mejor descripción de la situación financiera y el desempeño del Banco. El principal cambio de las políticas contables revisadas, tal como se anunció en el *73º Informe Anual*, es que los instrumentos financieros del Banco, entre los que se encuentran las tenencias de derivados y de oro, se muestran en los estados financieros a sus valores de mercado y no a su coste histórico amortizado. Las políticas contables se describen en la nota 2 a los estados financieros y su repercusión financiera en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2003 se detalla en la nota 31.

El beneficio neto del ejercicio según los nuevos criterios contables ascendió a 536,1 millones de DEG, frente a la cifra equivalente de 592,8 millones de DEG del ejercicio anterior. Los factores que se encuentran tras este resultado se analizan a continuación.

### *Ingresos totales de explotación*

Los ingresos totales de explotación alcanzaron 564,5 millones de DEG en el ejercicio financiero 2003/04, por debajo del nivel de 598,3 millones de DEG en el ejercicio anterior. Los menores tipos de interés medios en los principales mercados financieros con respecto al ejercicio financiero anterior redujeron los ingresos procedentes de los títulos de inversión del Banco, que se financian mediante recursos propios del Banco. Esta reducción fue mayor que los ingresos adicionales procedentes del crecimiento del volumen de fondos propios del Banco durante el año. La menor cantidad de ingresos procedentes de títulos de inversión fue contrarrestada en parte por el aumento de los ingresos netos procedentes de los fondos depositados en el Banco, cuyo crecimiento fue en líneas generales similar al de los depósitos en divisas. Los márgenes globales de intermediación, una vez tenidos en cuenta los cambios de valoración de las cuentas, fueron similares a los de 2002/03.

### *Gastos de explotación*

Los gastos de explotación (véase la nota 23 a los estados financieros) ascendieron a 142,5 millones de DEG, lo que representa un aumento de un 0,1% con respecto a la cifra de 142,3 millones de DEG del ejercicio anterior. Los gastos administrativos, antes de amortización, se cifraron en 125,6 millones de DEG, lo que representa una disminución del 1,6% con respecto a la cifra de 127,6 millones de DEG del ejercicio anterior. En francos suizos, moneda en la que se expresa la mayor parte de los gastos del Banco, los gastos administrativos, antes de amortización, disminuyeron un 4,4%, pasando de 247,6 millones de francos suizos a 236,5 millones de francos suizos. Estas cifras incluyen los ajustes contables financieros adicionales, en su mayoría relacionados con las prestaciones por jubilación, a los que se hizo referencia anteriormente bajo el epígrafe "Política presupuestaria".

Los gastos relativos a la remuneración del personal disminuyeron levemente, debido al fin del sistema de devolución de impuestos sobre la renta para los empleados suizos, tras la entrada en vigor el 1 de enero de 2003 de la revisión del Acuerdo de Sede con el Consejo Federal Suizo. Excluido este factor, la remuneración del personal creció en términos generales en consonancia con el aumento del 3,4% en el número de asalariados expresado en equivalentes a tiempo completo, hasta alcanzar la cifra de 509 empleados. Los gastos en pensiones disminuyeron en 32,7 millones de francos suizos, pasando a 30,2 millones de francos suizos, debido a que los gastos del ejercicio anterior incluían un pago excepcional de 33,9 millones de francos suizos al fondo de pensiones para el personal. Otros gastos relacionados con el personal aumentaron en 21,5 millones de francos suizos, debido principalmente al aumento del coste de las obligaciones de desembolso en prestaciones por jubilación del plan de asistencia sanitaria y seguro de accidentes del Banco.

Los gastos en amortizaciones aumentaron de 14,7 millones de DEG a 16,9 millones de DEG e incluyen una amortización adicional de 3,3 millones de DEG tras una revisión del deterioro de los edificios del Banco a su valor de mercado.

### *Beneficios de explotación y otras partidas de los beneficios*

Como consecuencia de los factores anteriormente mencionados, los beneficios de explotación ascendieron a 422,0 millones de DEG en 2003/04, un 7,5% menos que los 456,0 millones de DEG alcanzados en el ejercicio anterior.

En un clima de descenso de los tipos de interés medios, los beneficios derivados de las ventas de valores de inversión en las carteras financiadas con recursos propios del Banco ascendieron a 154,4 millones de DEG, frente a los beneficios de 147,0 millones de DEG de 2002/03.

Los cargos que figuran en la rúbrica "Recompra de acciones – efectos del laudo arbitral" se refieren al Laudo Firme del Tribunal Arbitral de La Haya de 19 de septiembre de 2003, que dio como resultado un aumento de la cuantía de la indemnización por acción, así como intereses pagaderos adicionales y una pérdida por conversión de divisas derivada de la

reconversión a DEG de las provisiones para compensaciones recogidas en francos suizos, aplicando los tipos de cambio vigentes el 19 de septiembre de 2003.

### *Distribución propuesta del beneficio neto del ejercicio financiero*

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que los beneficios netos de 536,1 millones de DEG del ejercicio financiero 2003/04 sean distribuidos por la Asamblea General de la siguiente manera:

1. 104,0 millones de DEG para el pago de un dividendo de 225 DEG por acción;
2. 86,4 millones de DEG al fondo de reserva general;
3. 20,5 millones de DEG al fondo de reserva especial para dividendos; y
4. 325,2 millones de DEG, que constituyen el remanente de los beneficios netos disponibles, al fondo de reserva libre. Este fondo puede ser utilizado por el Consejo de Administración para cualquier fin que resulte conforme a los Estatutos.

El Consejo de Administración ha propuesto, que el dividendo antes mencionado se declare por primera vez en DEG, la nueva unidad de cuenta del Banco, en lugar de en francos suizos. Si se aprueba, se distribuirá el 2 de julio de 2004 en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos entre los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco a 31 de marzo de 2004.

Por lo que se refiere al monto del dividendo, el del ejercicio financiero anterior de 400 francos suizos equivalía a 214,8 DEG al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003. El dividendo de 225 DEG por acción propuesto para 2003/04 representa así un aumento del 4,7% sobre el dividendo de 2002/03.

El dividendo se pagará a 470.073 acciones (el dividendo pagadero por las 18.000 nuevas acciones que se emitieron durante el ejercicio financiero se abonará en función de la fecha relevante de valoración de la suscripción). El número de acciones emitidas y pagadas antes de la operación de recompra de acciones es de 547.125. De este número de acciones, 77.052 son acciones propias, que comprenden 74.952 acciones recompradas a antiguos accionistas privados y a bancos centrales y 2.100 acciones de otro tipo. No se pagará ningún dividendo por las acciones propias.

### *Distribución de las modificaciones a las reservas estatutarias del Banco a 31 de marzo de 2003*

#### *Nuevas valoraciones*

La introducción del DEG y las nuevas políticas contables aumentaron las reservas estatutarias del Banco a 31 de marzo de 2003 en 577,2 millones de DEG. Este aumento se debió a la nueva valoración del oro y de los instrumentos financieros del Banco en el balance desde su coste histórico amortizado hasta sus valores de mercado. El Consejo de Administración recomienda que este

aumento (véase la nota 31C a los estados financieros) sea distribuido de la siguiente manera:

1. 19,3 millones de DEG al fondo de reserva legal;
2. 266,5 millones de DEG al fondo de reserva general;
3. 291,4 millones de DEG al fondo de reserva libre.

Las transferencias a los fondos de reserva legal y general están relacionadas con los ajustes por nueva valoración al precio de mercado del oro con respecto a su anterior valor estatutario de 208 dólares de Estados Unidos por onza. De conformidad con el Artículo 51(1) de los Estatutos, salen del fondo de reserva legal al 10% del capital desembolsado. La transferencia al fondo de reserva libre representa el beneficio neto procedente de la nueva valoración de los instrumentos financieros del Banco (distintos de sus tenencias propias de oro y de valores de inversión) desde su coste histórico amortizado hasta su valor de mercado.

#### *Reclasificaciones*

Además, algunas partidas de los recursos propios del Banco se han reclasificado como consecuencia de los cambios antes mencionados. Estas reclasificaciones redujeron las reservas estatutarias del Banco a 31 de marzo de 2003 en un valor neto de 49,8 millones de DEG (véase la nota 31B a los estados financieros). El Consejo de Administración recomienda que esta reducción neta se distribuya de la siguiente manera:

1. 92,1 millones de DEG se transferirán del capital en acciones al fondo de reserva libre.
2. 429,7 millones de DEG se transferirán de la cuenta de diferencias de valoración al fondo de reserva libre.
3. 571,6 millones se transferirán del fondo de reserva libre a la cuenta de reserva de nueva valoración del oro.

La transferencia desde el capital en acciones representa el redondeo a la baja del valor nominal de las acciones del Banco desde su conversión exacta de 5.696 DEG hasta 5.000 DEG y es acorde con la resolución aprobada por la Asamblea General Extraordinaria el 10 de marzo de 2003. La transferencia de 429,7 millones de DEG corresponde a la transferencia del saldo de la cuenta de diferencias de valoración a 31 de marzo de 2003, que se ha cerrado tras el cambio de la política contable del Banco respecto a las diferencias por conversión de divisas. La transferencia a la cuenta de reserva de nueva valoración del oro dentro de la rúbrica "Otros recursos propios" representa la diferencia entre el precio de mercado del oro propiedad del Banco y su valor estatutario previo a 31 de marzo de 2003.

#### *Informe de los auditores*

La auditoría de los estados financieros del Banco ha sido debidamente realizada por PricewaterhouseCoopers AG, que ha confirmado que reflejan fielmente la situación financiera del Banco a 31 de marzo de 2004 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Dicho informe figura inmediatamente después de los estados financieros.



## Consejo de Administración

Nout H E M Wellink, Amsterdam  
Presidente del Consejo de Administración,  
Presidente del Banco

Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno  
Vicepresidente

Vincenzo Desario, Roma  
David Dodge, Ottawa  
Antonio Fazio, Roma  
Toshihiko Fukui, Tokio  
Timothy F Geithner, Nueva York  
Sir Edward George, Londres  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, París  
Lars Heikensten, Estocolmo  
Mervyn King, Londres  
Christian Noyer, París  
Guy Quaden, Bruselas  
Jean-Pierre Roth, Zurich  
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruselas  
Axel A Weber, Fráncfort del Meno

### *Suplentes*

Bruno Bianchi o Giovanni Carosio, Roma  
Roger W Ferguson o Karen H Johnson, Washington  
Peter Praet o Jan Smets, Bruselas  
Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Fráncfort del Meno  
Marc-Olivier Strauss-Kahn o Michel Cardona, París  
Paul Tucker o Paul Fisher, Londres

### *Subcomités del Consejo de Administración*

Comité Consultivo  
Comité de Auditoría  
ambos presididos por Hans Tietmeyer

## Alta Dirección del Banco

Malcolm D Knight	Director General
André Icard	Director General Adjunto
Gunter D Baer	Secretario General, Jefe de Departamento
William R White	Asesor Económico, Jefe del Departamento Monetario y Económico
Robert D Sleeper	Jefe del Departamento Bancario
Mario Giovanoli	Asesor Jurídico General
Günter Pleines	Jefe Adjunto del Departamento Bancario
Peter Dittus	Secretario General Adjunto
Már Gudmundsson	Jefe Adjunto del Departamento Monetario y Económico
Josef Tošovský	Presidente, Instituto para la Estabilidad Financiera

### Cambios en el Consejo de Administración y en la Alta Dirección del Banco

El 1 de julio de 2003, Mervyn King sucedió a Sir Edward George como Gobernador del Banco de Inglaterra y se convirtió en miembro *ex officio* del Consejo de Administración. En sustitución de Lord Kingsdown, que abandonó su cargo como miembro del Consejo a finales de junio de 2003, Mervyn King nombró a Sir Edward George desde el 1 de julio de 2003 para el resto del mandato de Lord Kingsdown, que terminará el 6 de mayo de 2005. En la reunión del Consejo de junio de 2003 se eligió a Hans Tietmeyer para sustituir a Lord Kingsdown como Vicepresidente del Consejo para el resto del mandato de Hans Tietmeyer, es decir, hasta el 31 de diciembre de 2005. En la misma reunión, el Consejo reeligió a Nout Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, como miembro del Consejo para otro mandato de tres años, que concluirá el 30 de junio de 2006.

El 10 de junio de 2003, William McDonough renunció a su cargo como miembro del Consejo. Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, nombró a Jamie Stewart,

Presidente en funciones de la Reserva Federal del Banco de Nueva York, como miembro del Consejo de Administración. Cuando Jamie Stewart abandonó su cargo en el Consejo en diciembre de 2003, Alan Greenspan nombró a Timothy F Geithner, el nuevo Presidente de la Reserva Federal del Banco de Nueva York, para el resto del mandato de Jamie Stewart, que terminará el 12 de septiembre de 2006.

En su reunión de septiembre de 2003, el Consejo reeligió a Toshihiko Fukui, Gobernador del Banco de Japón, y a David Dodge, Gobernador del Banco de Canadá, como miembros del Consejo para otros tres años, hasta el 12 de septiembre de 2006.

En octubre de 2003, Jean-Claude Trichet, Gobernador del Banco de Francia, reeligió a Hervé Hannoun como miembro del Consejo de Administración para otro mandato de tres años, que concluirá el 27 de noviembre de 2006. El 1 de noviembre de 2003, Christian Noyer sucedió a Jean-Claude Trichet como Gobernador del Banco de Francia y se convirtió en miembro *ex officio* del Consejo de Administración.

En su reunión de marzo de 2004, el Consejo reeligió a Jean-Pierre Roth, Presidente de la Junta de Gobernadores del Banco Nacional Suizo para otros tres años, hasta el 31 de marzo de 2007.

El 27 de abril de 2004, Ernst Welteke abandonó su puesto como Presidente del Deutsche Bundesbank. Axel Weber le sucedió el 30 de abril y se convirtió en miembro *ex officio* del Consejo de Administración desde esa fecha.

En cuanto a la alta dirección del Banco, Renato Filosa renunció a su cargo como Director del Departamento Monetario y Económico (MED) en agosto de 2003. Már Gudmundsson fue nombrado Jefe Adjunto del MED con efectos a partir del 23 de junio de 2004.

\*\*\*

El Consejo lamentó con profundo dolor el fallecimiento de Rémi Gros el 10 de enero de 2004 a los 73 años de edad. Rémi Gros comenzó su labor en el Banco en 1966 y fue nombrado Jefe del Departamento Bancario en 1985. Desde febrero de 1992 hasta su jubilación en diciembre de 1995 también ostentó el cargo de Asistente del Director General del Banco.

## Bancos centrales miembros del BPI<sup>3</sup>

Deutsche Bundesbank	Banco de la Reserva de la India
Saudi Arabian Monetary Agency	Banco de Indonesia
Banco de Argelia	Central Bank & Financial Services Authority of Ireland
Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Islandia
Banco de la Reserva de Australia	Banco de Israel
Banco Nacional de Austria	Banco de Italia
Banco Nacional de Bélgica	Banco de Japón
Banco Central de Bosnia y Herzegovina	Banco de Letonia
Banco Central de Brasil	El Banco de Lituania
Banco Nacional de Bulgaria	Banco Nacional de la República de Macedonia
Banco de Canadá	Banco Central de Malasia
Banco Central de Chile	Banco de México
Banco de la República Popular de China	Banco Central de Noruega
Banco de Corea	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda
Banco Nacional de Croacia	Banco de los Países Bajos
Banco Nacional de Dinamarca	Banco Nacional de Polonia
Banco Nacional de Eslovaquia	Banco de Portugal
Banco de Eslovenia	Banco de Inglaterra
Banco de España	Banco Nacional de la República Checa
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Banco Nacional de Rumania
Banco de Estonia	Banco Central de la Federación Rusa
Banco Central Europeo	Autoridad Monetaria de Singapur
Banco Central de Filipinas	Banco de la Reserva de Sudáfrica
Banco de Finlandia	Sveriges Riksbank
Banco de Francia	Banco Nacional de Suiza
Banco de Grecia	Banco de Tailandia
Autoridad Monetaria de Hong Kong	Banco Central de la República de Turquía
Banco Nacional de Hungría	

<sup>3</sup> De conformidad con el Artículo 15 de sus Estatutos, el capital del Banco se encuentra únicamente en manos de bancos centrales. La situación jurídica de la emisión yugoslava del capital del BPI está actualmente en proceso de revisión tras los cambios constitucionales de febrero de 2003 que transformaron la República Federal de Yugoslavia en la Unión de Serbia y Montenegro, con dos bancos centrales separados.



# Estados financieros

a 31 de marzo de 2004

Tras la introducción del Derecho Especial de Giro (DEG) como moneda de sus estados financieros, el Banco ha llevado a cabo un proceso de actualización y ampliación de sus criterios contables y divulgativos.

Los estados financieros recogidos en las páginas 226 a 249 se han elaborado con arreglo a dichos criterios revisados y fueron aprobados el 10 de mayo de 2004.

Nout H E M Wellink  
Presidente

Malcolm D Knight  
Director General

Los estados financieros correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004 se presentan en la forma aprobada por el Consejo de Administración, con arreglo al Artículo 49 de los Estatutos del Banco. Los estados financieros, incluidas sus notas anexas, se han elaborado en lengua inglesa. En caso de duda, consúltese la versión inglesa.

## Balance de situación

a 31 de marzo de 2004

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2004	2003 cifras ajustadas
<b>Activo</b>			
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	3	18,9	4.300,7
Oro y depósitos en oro	4	9.073,8	7.541,9
Letras del Tesoro	5	30.240,7	20.724,5
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5	21.835,2	12.255,0
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	5	68.162,4	58.728,2
Títulos del Estado y otros valores	5	33.483,1	38.732,6
Instrumentos derivados financieros	6	3.321,1	3.966,1
Cuentas pendientes de cobro	7	1.609,6	3.173,9
Terrenos, edificios y equipamiento	8	190,0	196,4
<b>Total del activo</b>		<b>167.934,8</b>	149.619,3
<b>Pasivo</b>			
Depósitos en divisas	9	133.152,5	122.519,0
Depósitos en oro	10	7.293,5	6.022,6
Títulos vendidos con pacto de recompra	11	1.225,3	73,2
Instrumentos derivados financieros	6	4.339,7	3.234,1
Cuentas pendientes de pago	12	12.169,4	8.242,3
Otros pasivos	13	144,4	598,9
<b>Total del pasivo</b>		<b>158.324,8</b>	140.690,1
<b>Recursos propios</b>			
Capital en acciones	14	683,9	661,4
Reservas estatutarias		8.230,8	7.522,7
Cuenta de pérdidas y ganancias	31	536,1	575,4
a deducir: Acciones propias	14, 15	(852,6)	(739,1)
Otros recursos propios		1.011,8	908,8
<b>Total recursos propios</b>		<b>9.610,0</b>	8.929,2
<b>Total de pasivo y recursos propios</b>		<b>167.934,8</b>	149.619,3

En la Nota 31 se describe el impacto que han tenido en los estados financieros de 2003 el abandono del franco oro como moneda de cuenta y la adopción del DEG, así como las modificaciones realizadas a los criterios contables del Banco.

## Cuenta de pérdidas y ganancias

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2004	2003 cifras ajustadas
Ingresos por intereses	18	3.493,9	4.135,2
Gastos por intereses	19	(2.681,1)	(3.228,9)
Diferencias netas de valoración	20	(258,7)	(314,3)
<b>Ingresos netos por intereses</b>		<b>554,1</b>	592,0
Ingresos netos por comisiones	21	1,4	1,7
Beneficios netos por divisas	22	9,0	4,6
<b>Ingresos totales de explotación</b>		<b>564,5</b>	598,3
Gastos de explotación	23	(142,5)	(142,3)
<b>Beneficio de explotación</b>		<b>422,0</b>	456,0
Beneficio/(pérdida) neto por ventas de valores de inversión	24	154,4	147,0
Recompra de acciones – efectos del laudo arbitral	15		
Gastos por intereses		(32,9)	(10,2)
Pérdidas por conversión de divisas		(7,4)	–
<b>Beneficio neto del ejercicio financiero</b>		<b>536,1</b>	592,8

El beneficio neto correspondiente al cierre del ejercicio financiero a 31 de marzo de 2003 que aparece arriba se ha convertido utilizando tipos de cambio medios. Este resultado difiere del saldo en la Cuenta de pérdidas y ganancias (575,4 millones de DEG) que aparece en el Balance de situación reajustado de 2003, que se ha calculado a partir de los tipos de cambio a finales de año. La diferencia es atribuible al cambio de moneda de los estados financieros del Banco que deja de ser el franco oro y pasa a ser el DEG.

## Propuesta de distribución del beneficio

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004

<i>En millones de DEG</i>	<b>2004</b>
<b>Beneficio neto del ejercicio financiero</b>	<b>536,1</b>
Transferencia al fondo de reserva legal	–
<b>Propuesta de reparto de dividendo:</b>	
225 DEG por acción para 452.073 acciones	(101,7)
Para 18.000 nuevas acciones (en función de la fecha valor de suscripción de la acción)	(2,3)
	<b>(104,0)</b>
<b>Propuesta de transferencias a otros fondos de reserva:</b>	<b>432,1</b>
Fondo de reserva general	(86,4)
Fondo de reserva especial para dividendos	(20,5)
Fondo de reserva libre	(325,2)
<b>Beneficio después de las transferencias a reservas</b>	<b>–</b>

La propuesta de distribución del beneficio se realiza conforme a lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco.

## Evolución de las reservas estatutarias del Banco

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva libre	<b>2004</b>
						Total de reservas estatutarias
<b>Recursos propios a 31 de marzo de 2003 – cifras ajustadas</b>	31	<b>66,1</b>	<b>2.379,7</b>	<b>105,3</b>	<b>4.971,6</b>	<b>7.522,7</b>
Distribución del beneficio 2002/03		–	41,4	4,2	432,7	478,3
Emisión de nuevas acciones	14	2,2	227,6	–	–	229,8
<b>Saldo a 31 de marzo de 2004, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>68,3</b>	<b>2.648,7</b>	<b>109,5</b>	<b>5.404,3</b>	<b>8.230,8</b>
Propuesta de transferencias a reservas		–	86,4	20,5	325,2	432,1
<b>Saldo a 31 de marzo de 2004 tras la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>68,3</b>	<b>2.735,1</b>	<b>130,0</b>	<b>5.729,5</b>	<b>8.662,9</b>

## Evolución de los recursos propios del Banco

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004

En millones de DEG	Notas	Capital en acciones	Reservas estatutarias	Pérdidas y ganancias	Acciones propias	Otros recursos propios	2004	2003
							Total recursos propios	Total recursos propios: cifras ajustadas
<b>Recursos propios a 31 de marzo de 2003 – cifras ajustadas</b>	<b>31</b>	<b>661,4</b>	<b>7.522,7</b>	<b>575,4</b>	<b>(739,1)</b>	<b>908,8</b>	<b>8.929,2</b>	8.569,0
Pago del dividendo 2002/03		–	–	(97,1)	–	–	(97,1)	(81,9)
Distribución del beneficio 2002/03		–	478,3	(478,3)	–	–	–	–
Recompra de acciones – efectos del laudo arbitral	15	–	–	–	(113,5)	–	(113,5)	(196,1)
Emisión de nuevas acciones	14	22,5	229,8	–	–	–	252,3	–
Diferencias netas de valoración de títulos de inversión	5	–	–	–	–	(158,7)	(158,7)	303,9
Diferencias netas de valoración de tenencias propias de oro	4	–	–	–	–	261,7	261,7	17,3
Diferencias por conversión de divisas	31	–	–	–	–	–	–	(275,8)
Beneficio neto del ejercicio financiero		–	–	536,1	–	–	536,1	592,8
<b>Saldo a 31 de marzo de 2004, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>683,9</b>	<b>8.230,8</b>	<b>536,1</b>	<b>(852,6)</b>	<b>1.011,8</b>	<b>9.610,0</b>	8.929,2
Propuesta de reparto de dividendo		–	–	(104,0)	–	–	(104,0)	
Propuesta de transferencias a reservas		–	432,1	(432,1)	–	–	–	
<b>Saldo a 31 de marzo de 2004 tras la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>683,9</b>	<b>8.662,9</b>	<b>–</b>	<b>(852,6)</b>	<b>1.011,8</b>	<b>9.506,0</b>	

Las reservas estatutarias incluyen primas de emisión por valor de 811,7 millones de DEG.

# Notas a los estados financieros

## 1. Introducción

El Banco de Pagos Internacionales (BPI, en lo sucesivo "el Banco") es una institución financiera internacional, creada en virtud de los Acuerdos de La Haya del 20 de enero de 1930 y con sede en Basilea (Suiza). La dirección de la sede del Banco está ubicada en Centralbahnplatz 2, 4002, Basilea (Suiza). El Banco cuenta con oficinas de representación en Hong Kong, Región Administrativa Especial de la República Popular China (para Asia y el Pacífico) y en Ciudad de México, México (para el continente americano).

Sus objetivos son, como se establece en el Artículo 3 de sus Estatutos, fomentar la cooperación entre los bancos centrales, proporcionar servicios para operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o agente para los pagos financieros internacionales. En la actualidad, el Banco cuenta entre sus miembros con cincuenta y seis bancos centrales, los cuales ejercen sus derechos de representación y voto en la Asamblea General en proporción al número de acciones del BPI emitidas en sus respectivos países. El Consejo de Administración del Banco está integrado por los Gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos de América, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza, así como por consejeros nombrados por seis de estos países.

Los presentes estados financieros contienen el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, conforme exige el Artículo 49 de los Estatutos del Banco.

## 2. Criterios contables adoptados

### A. Moneda de los estados financieros

A partir del 1 de abril de 2003, la moneda de cuenta del Banco a efectos divulgativos es el Derecho Especial de Giro (DEG), con arreglo a la definición del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Con anterioridad al 1 de abril de 2003, la moneda de cuenta del Banco a efectos divulgativos era el franco oro (FO). La sustitución de la moneda de los estados financieros tiene como finalidad contribuir a una gestión eficiente de las operaciones y del capital económico del Banco y aumentar el grado de transparencia de sus estados financieros.

El DEG se calcula como una cesta de las principales monedas utilizadas en el comercio internacional, en virtud de la Regla O-1 adoptada el 29 de diciembre de 2000 por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y en vigor desde el 1 de enero de 2001. Conforme al actual método de cálculo, un DEG equivale a la suma de 0,577 dólares de Estados Unidos, 0,426 euros, 21 yenes japoneses y 0,0984 libras esterlinas. La composición de la cesta de monedas está sujeta a la revisión del FMI cada cinco años.

Todas las cifras recogidas en los presentes estados financieros aparecen en millones de DEG a menos que se indique lo contrario.

### B. Modificaciones de los criterios contables y divulgativos

A la vez que introdujo el DEG como moneda de los estados financieros, el Banco revisó y modificó sus criterios contables, para que mostrasen una mayor sintonía con sus actividades. En consecuencia, y con efectos a partir del 1 de abril de 2003, el Banco introdujo una serie de cambios en sus criterios contables y divulgativos. Dichas modificaciones, resumidas más adelante, reflejan de un modo más fiel la situación financiera y los resultados del Banco e informan mejor sobre ambos aspectos.

#### *Reconocimiento de los instrumentos financieros en el Balance de situación*

A fin de recoger fidedignamente la naturaleza de las transacciones del Banco, cada vez más vinculadas a la operativa de mercado, la mayoría de los instrumentos financieros se contabilizan en el Balance de situación en función de su fecha de operación y a su precio de mercado. Los instrumentos financieros derivados se contabilizan a ambos lados del Balance de situación por sus valores razonables brutos. Las excepciones a esta regla general se detallan más adelante en las notas tituladas "Instrumentos financieros (distintos de oro y depósitos en oro)" y "Oro y depósitos en oro". En ejercicios anteriores, los instrumentos financieros se contabilizaban a su coste histórico amortizado sobre la base de la fecha valor y la presentación contable de los derivados se realizaba en términos netos.

#### *Reconocimiento de los instrumentos financieros en la Cuenta de pérdidas y ganancias y en los recursos propios*

Las diferencias de valoración de los activos y pasivos financieros de la cartera bancaria (correspondientes a las operaciones de captación y reinversión de depósitos de clientes por parte del Banco) y de la totalidad de los instrumentos financieros derivados se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias. En el caso de los activos de inversión del Banco (que incluyen sus inversiones en oro y divisas, financiadas mediante sus recursos propios), los ingresos por intereses y las plusvalías realizadas sobre la base de su contabilización al coste histórico se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias, mientras que las diferencias de valoración no realizadas a precios de mercado se reflejan directamente en los recursos propios, concretamente en la reserva de nueva valoración de títulos. En el ejercicio 2002/03, los ingresos por intereses y las plusvalías realizadas sobre la base de la contabilización a coste histórico se incluyeron en la Cuenta de pérdidas y ganancias, pero las diferencias de valoración no realizadas a precios de mercado no tuvieron reflejo en la Cuenta de pérdidas y ganancias ni en los recursos propios.

#### *Diferencias por conversión de divisas*

Las diferencias por conversión de divisas se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias. En ejercicios

anteriores, se incluyeron en los recursos propios, dentro de la cuenta de diferencias de valoración.

Los criterios contables revisados aplicables a las rúbricas de los estados financieros se describen más adelante con un mayor grado de detalle. En la nota 31 se presenta una conciliación entre los estados financieros denominados en francos oro a 31 de marzo de 2003 y los estados financieros denominados en DEG con las modificaciones de los criterios contables anteriormente descritas. Se han introducido ajustes en las cifras comparativas correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2003 a fin de reflejar los cambios en los criterios contables.

### **C. Conversión de divisas**

Los instrumentos financieros se convierten a DEG a los tipos de cambio vigentes en la fecha de cierre del Balance de situación. Otros activos y pasivos se contabilizan en DEG a los tipos de cambio vigentes en la fecha de la operación. Los beneficios y las pérdidas se convierten a DEG a un tipo de cambio medio. Las diferencias cambiarias originadas en la conversión a DEG de los instrumentos financieros y de la liquidación de operaciones se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

### **D. Metodología de valoración**

En general, el Banco contabiliza todos sus activos, pasivos y derivados a precios de mercado. Para obtener dichos precios de mercado, el Banco utiliza las cotizaciones de los mercados. Cuando no se dispone de estas cotizaciones (en el caso de instrumentos como los derivados no cotizados en mercados bursátiles), el Banco determina los precios de mercado sobre la base de modelos financieros que utilizan el análisis de los flujos de caja descontados. Este análisis depende de las estimaciones de los flujos de caja, tipos de interés y tipos de cambio futuros y de los ritmos de amortización anticipada, así como de factores crediticios, de liquidez y de volatilidad.

### **E. Instrumentos financieros (distintos de oro y depósitos en oro)**

Estos instrumentos financieros constituyen el grueso del Balance de situación del Banco e incluyen efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista, Letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias, títulos del Estado y otros valores, instrumentos financieros derivados, depósitos en divisas y títulos vendidos con pacto de recompra.

En el caso de todos estos instrumentos financieros, los beneficios, calculados sobre la base de su contabilización a coste histórico, procedentes del devengo de intereses y de la amortización de las primas desembolsadas y de los descuentos obtenidos, se incluyen en los ingresos por intereses (cuando se trate de activos y derivados) o en los gastos por intereses (en el caso de pasivos). Los beneficios realizados por su enajenación, recompra o amortización anticipada se incluyen en las diferencias netas de valoración.

El Banco contabiliza la mayoría de los instrumentos financieros en su Balance de situación en función de su

fecha de transacción y a su valor de mercado. Los derivados se contabilizan como activos o pasivos con arreglo al valor de mercado —positivo o negativo— que tenga el contrato para el Banco. Los instrumentos financieros a muy corto plazo (tanto activos como pasivos) constituyen una excepción a este criterio contable general basado en la utilización de precios de mercado. Dichos instrumentos financieros disponen habitualmente de periodos de preaviso de tres días o menos y se contabilizan en el Balance de situación por el valor de su principal más los intereses devengados y sobre la base de la fecha valor. Estos instrumentos se asientan en el Balance de situación bajo las rúbricas “Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista” y “Depósitos en divisas”.

El tratamiento de las plusvalías o minusvalías no realizadas derivadas de nuevas valoraciones depende de la clasificación del instrumento financiero en cuestión, según se describe a continuación:

#### **1. Depósitos en divisas, principalmente procedentes de bancos centrales y organismos internacionales, y sus correspondientes activos de la cartera bancaria y derivados**

El Banco actúa como creador de mercado en algunos de sus instrumentos basados en depósitos en divisas. El riesgo de mercado inherente a esta actividad se gestiona de forma integral, de modo que el Banco contabiliza todos estos instrumentos financieros a precios de mercado, reflejándose todas las diferencias de valoración en la Cuenta de pérdidas y ganancias, a través de su contabilización en las diferencias netas de valoración.

#### **2. Activos, pasivos y derivados procedentes de la inversión de los recursos propios del Banco**

Estos activos se mantienen con fines de inversión a largo plazo, pero no necesariamente hasta su vencimiento. Se contabilizan como activos de inversión e inicialmente se reflejan en el Balance de situación a su coste de adquisición. Con posterioridad, se vuelven a valorar a precios de mercado, reflejándose las plusvalías o minusvalías no realizadas en la reserva de nueva valoración de títulos, incluida en la rúbrica “Otros recursos propios” del Balance de situación.

Los pasivos procedentes de dicha inversión consisten básicamente en operaciones con pacto de recompra a corto plazo. Dada su naturaleza de corto plazo, se contabilizan en el Balance de situación a precios de mercado, reflejándose todas las diferencias de valoración en la Cuenta de pérdidas y ganancias, a través de su contabilización en la cuenta de diferencias de valoración netas.

Los derivados procedentes del citado tipo de inversión se utilizan en la gestión del riesgo de mercado del Banco o bien con fines de negociación. Se contabilizan en el Balance de situación a precios de mercado, reflejándose todas las diferencias de valoración en la Cuenta de pérdidas y ganancias, a través de su contabilización en la cuenta de diferencias de valoración netas.

### **F. Oro y depósitos en oro**

Los activos y pasivos en oro se contabilizan en el Balance de situación por su peso fino (convertido a DEG mediante la utilización del precio de mercado del oro y del tipo de cambio del dólar de Estados Unidos) más los intereses devengados. Los intereses sobre depósitos en oro se incluyen en los ingresos por intereses (en el caso de activos) o en los gastos por intereses (en el caso de pasivos) conforme al criterio de devengo.

Las tenencias de oro propias del Banco se clasifican como activos de inversión. El exceso de valor del oro propiedad del Banco por encima de su valor estatutario previo (en torno a 151 DEG por onza, equivalente a 208 dólares de Estados Unidos por onza, a 31 de marzo de 2003) se contabiliza en la reserva de nueva valoración del oro, incluida en la rúbrica "Otros recursos propios" del Balance de situación.

Las plusvalías o minusvalías derivadas de la nueva valoración de los pasivos en forma de oro depositado por terceros y de los correspondientes activos en forma de depósitos en oro se incluyen en la cuenta de diferencias netas de valoración dentro de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

### **G. Cuentas pendientes de cobro y de pago**

Las cuentas pendientes de cobro y de pago consisten principalmente en importes a muy corto plazo correspondientes a la liquidación de operaciones financieras. Se contabilizan en el Balance de situación a su coste de adquisición.

### **H. Terrenos, edificios y equipamiento**

El Banco capitaliza el coste de sus terrenos, edificios y equipamiento. Ese coste se amortiza linealmente durante la vida útil estimada de los activos correspondientes, del siguiente modo:

Edificios: 50 años

Instalaciones y maquinaria: 15 años

Equipamiento informático: 4 años

Otro equipamiento: entre 4 y 10 años

Los terrenos del Banco no se amortizan. Éste lleva a cabo exámenes periódicos del deterioro del valor de los terrenos, los edificios y el equipamiento. En caso de que el valor contable neto de un activo sea mayor que su importe recuperable estimado, se realiza un ajuste contable parcial del activo hasta dicho importe. La inversión de capital y las enajenaciones se transfieren al tipo de cambio vigente en la fecha de la transacción.

### **I. Provisiones**

Las provisiones se reconocen cuando el Banco debe hacer frente a una obligación legal en el presente o a una obligación implícita como consecuencia de eventos acaecidos antes de la fecha de cierre del Balance de situación y sea probable que se requieran recursos económicos para liquidar dicha obligación, siempre que la cuantía de ésta pueda estimarse de forma razonable.

### **J. Compromisos por prestaciones de jubilación**

El Banco cuenta con un fondo de jubilación de prestaciones definidas para su personal. Asimismo, dispone de un sistema (sin fondo propio) de prestaciones por jubilación para sus directivos y de asistencia sanitaria y seguro de accidentes para el personal actual y pasado.

#### **Fondo de pensiones**

Los pasivos implícitos derivados del fondo de pensiones del personal se calculan como el valor actual de los compromisos adquiridos por prestaciones definidas a la fecha de cierre del Balance de situación, menos el valor de mercado de los activos del fondo a esa misma fecha, a lo que se unen los ajustes por pérdidas y ganancias actuariales no reconocidas y los costes por servicios prestados. Actuarios independientes calculan anualmente los compromisos por prestaciones definidas utilizando el método de las unidades de crédito proyectadas. El valor actual de los compromisos por prestaciones definidas se determina mediante el descuento de las futuras salidas de caja estimadas, utilizando como tasas de descuento los tipos de interés de los bonos emitidos por empresas de elevada calificación y que cuentan con plazos de vencimiento similares a los de los compromisos subyacentes.

La cantidad asentada en la Cuenta de pérdidas y ganancias representa la suma del coste corriente del servicio de las prestaciones devengadas con arreglo al sistema durante el ejercicio y de los intereses calculados a la tasa de descuento sobre los compromisos por prestaciones definidas. Además, las pérdidas y ganancias actuariales debidas a los ajustes que exige el paso del tiempo (cuando el resultado real sea distinto de los supuestos actuariales previos), a modificaciones de los supuestos actuariales y a cambios introducidos en el sistema de pensiones se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias durante el tiempo que está activo el personal al que incumben. Los activos o pasivos resultantes se incluyen en las rúbricas "Cuentas pendientes de cobro" u "Otros pasivos" del Balance de situación.

#### **Sistemas sin fondo propio**

Los pasivos implícitos derivados de los sistemas (sin fondo propio) de prestaciones de jubilación para directivos y de asistencia sanitaria y seguro de accidentes se basan en el valor actual de los compromisos adquiridos por prestaciones definidas, calculado del mismo modo que en el fondo de pensiones para el personal. En el caso del sistema de prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes (donde, en principio, la condición de beneficiario se deriva de la permanencia del empleado en el Banco hasta los 50 años de edad y de un periodo mínimo de servicio de 10 años), los costes esperados de estas prestaciones se devengan durante el periodo de empleo activo, mediante la utilización del método de las unidades de crédito proyectadas. Actuarios independientes calculan anualmente estos compromisos.

#### **Banda de fluctuación**

Cuando el valor de los compromisos por prestaciones definidas sea superior en más de un 10% al valor más alto entre el pasivo y cualquier activo utilizado para financiar la

obligación en los estados financieros, dicho exceso por encima de la banda de fluctuación se amortiza a lo largo de los años de servicio restantes que se esperan para dicho empleado.

#### K. Utilización de estimaciones

Durante elaboración de los estados financieros, la Alta Dirección del Banco debe realizar diversas estimaciones a fin de obtener el importe del activo y del pasivo y el de los activos y pasivos contingentes a la fecha de cierre de los estados financieros, además de las cifras correspondientes a ingresos y gastos del ejercicio. Para realizar dichas estimaciones, la Alta Dirección utiliza toda la información de la que dispone, introduce supuestos y se sirve de su propio criterio. Los resultados efectivos pueden experimentar sensibles desviaciones con respecto a tales estimaciones.

### 3. Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista

El efectivo en caja y las cuentas bancarias a la vista se componen de saldos líquidos en bancos centrales y comerciales de disposición inmediata por parte del Banco.

### 4. Oro y depósitos en oro

La composición de las tenencias totales de oro del Banco fue la siguiente:

<i>En millones de DEG</i>	2004	2003
Oro en lingotes en los bancos centrales	5.463,9	4.534,2
Total de depósitos a plazo en oro	3.609,9	3.007,7
<b>Total de oro y depósitos en oro</b>	<b>9.073,8</b>	<b>7.541,9</b>

Estas cifras incluyen las tenencias de oro propias del Banco, que a 31 de marzo de 2004 ascendían a 1.780,7 millones de DEG, equivalentes a 192 toneladas de oro fino (31 de marzo de 2003: 1.519,0 millones de DEG; 192 toneladas). Las tenencias de oro propias del Banco se contabilizan en el Balance de situación por su peso fino (convertido a DEG mediante la utilización del precio de mercado del oro y del tipo de cambio del dólar de Estados

Unidos) más los intereses devengados. El exceso de este valor por encima de su valor estatutario previo, de aproximadamente 151 DEG por onza, se contabiliza en la reserva de nueva valoración del oro (incluida en la rúbrica "Otros recursos propios" del Balance de situación), y las ganancias o pérdidas realizadas por la enajenación del oro de su propiedad se han reconocido en la Cuenta de pérdidas y ganancias. El saldo inicial de la reserva de nueva valoración del oro a 1 de abril de 2003 era de 571,6 millones de DEG. Esta reserva aumentó en 261,7 millones de DEG durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004, con un saldo final resultante a dicha fecha de 833,3 millones de DEG.

### 5. Activos de la cartera bancaria y de inversión

Los activos de la cartera bancaria y de inversión se componen de Letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias así como títulos del Estado y otros valores. La cartera bancaria comprende los activos correspondientes a la reinversión de los depósitos de clientes. Los activos de inversión son inversiones en divisas financiadas mediante los recursos propios del Banco.

*Los títulos adquiridos con pacto de reventa* ("operaciones con pacto de recompra inversa") son operaciones en las que el Banco realiza un depósito a plazo fijo en una contraparte, la cual proporciona garantías en forma de títulos. El tipo de interés del depósito se fija al comienzo de la operación y existe un compromiso irrevocable de devolución del colateral, sujeto al reembolso del depósito. Durante el periodo de vida de la operación, se supervisa el precio de mercado de la garantía y, si se estima oportuno, se reciben garantías adicionales a fin de crear una protección frente al riesgo de crédito.

*Los depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias* son inversiones realizadas en bancos centrales, instituciones internacionales y bancos comerciales e incluyen préstamos a plazo fijo, depósitos con preaviso y anticipos a bancos centrales e instituciones internacionales en concepto de facilidades permanentes comprometidas y no comprometidas.

*Los títulos del Estado y otros valores* son inversiones realizadas en bancos centrales, instituciones internacionales y bancos comerciales e incluyen bonos a tipos de interés fijo y variable y bonos de titulación de activos.

	2004			2003		
	Activos de la cartera bancaria	Activos de inversión	Total	Activos de la cartera bancaria	Activos de inversión	Total
<i>En millones de DEG</i>						
<b>Letras del Tesoro</b>	<b>30.240,7</b>	–	<b>30.240,7</b>	20.724,5	–	20.724,5
<b>Títulos adquiridos con pacto de reventa</b>	<b>20.609,7</b>	<b>1.225,5</b>	<b>21.835,2</b>	12.181,8	73,2	12.255,0
<b>Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias</b>						
Anticipos	–	–	–	387,6	–	387,6
Plazo fijo	65.515,0	–	65.515,0	53.562,9	–	53.562,9
Cuentas con preaviso/a la vista	2.640,6	6,8	2.647,4	4.767,2	10,5	4.777,7
	<b>68.155,6</b>	<b>6,8</b>	<b>68.162,4</b>	58.717,7	10,5	58.728,2
<b>Títulos del Estado y otros valores</b>						
Estado	3.853,5	4.978,4	8.831,9	8.630,7	4.612,4	13.243,1
Instituciones financieras	15.508,2	1.221,8	16.730,0	14.299,3	1.189,6	15.488,9
Otros (incluidos valores emitidos por el sector público)	6.584,3	1.336,9	7.921,2	8.391,5	1.609,1	10.000,6
	<b>25.946,0</b>	<b>7.537,1</b>	<b>33.483,1</b>	31.321,5	7.411,1	38.732,6
<b>Total de activos de la cartera bancaria y de inversión</b>	<b>144.952,0</b>	<b>8.769,4</b>	<b>153.721,4</b>	122.945,5	7.494,8	130.440,3

En el cuadro anterior se detallan los activos de la cartera bancaria y de inversión del Banco.

Los activos de inversión del Banco se contabilizan en el Balance de situación a precios de mercado. El exceso de este valor por encima de su coste histórico se contabiliza en la reserva de nueva valoración de títulos (incluida en la rúbrica "Otros recursos propios" del Balance de situación), y las ganancias o pérdidas realizadas por la enajenación de activos de inversión se han reconocido en

la Cuenta de pérdidas y ganancias. El saldo inicial de la reserva de nueva valoración de títulos a 1 de abril de 2003 era de 337,2 millones de DEG. Esta reserva se redujo en 158,6 millones de DEG durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004, con un saldo final resultante a dicha fecha de 178,5 millones de DEG.

En los cuadros siguientes se analiza el saldo de la reserva de nueva valoración de títulos a 31 de marzo de 2004 y a 31 de marzo de 2003.

<b>A 31 de marzo de 2004</b>	Precio de mercado de los activos	Coste histórico de adquisición	Reserva de nueva valoración de títulos	Beneficio bruto	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Títulos adquiridos con pacto de reventa	1.225,5	1.225,5	–	–	–
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	6,8	6,8	–	–	–
Títulos del Estado y otros valores	7.537,1	7.358,6	178,5	193,0	(14,5)
<b>Total</b>	<b>8.769,4</b>	<b>8.590,9</b>	<b>178,5</b>	<b>193,0</b>	<b>(14,5)</b>

<b>A 31 de marzo de 2003</b>	Precio de mercado de los activos	Coste histórico de adquisición	Reserva de nueva valoración de títulos	Beneficio bruto	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Títulos adquiridos con pacto de reventa	73,2	73,2	–	–	–
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	10,5	10,5	–	–	–
Títulos del Estado y otros valores	7.411,1	7.073,9	337,2	337,6	(0,4)
<b>Total</b>	<b>7.494,8</b>	<b>7.157,6</b>	<b>337,2</b>	<b>337,6</b>	<b>(0,4)</b>

## 6. Instrumentos derivados financieros

En millones de DEG	2004			2003		
	Importe nacional	Precios de mercado		Importe nacional	Precios de mercado	
		Activo	Pasivo		Activo	Pasivo
Futuros sobre bonos	212,7	0,0	(0,0)	211,4	0,1	(0,8)
Opciones sobre bonos	388,4	0,1	(0,0)	562,4	1,4	(0,7)
Swaps de tipos de interés entre divisas	11.388,0	241,4	(2.454,5)	10.638,0	68,3	(1.791,1)
Contratos a plazo de divisas	2.209,5	17,7	(5,6)	824,6	2,3	(8,0)
Compras y ventas de opciones sobre divisas	16,6	0,0	(0,0)	327,2	1,7	(1,7)
Swaps de divisas	37.990,0	53,7	(750,1)	51.717,0	159,1	(202,8)
Contratos a plazo sobre tipos de interés	17.623,0	4,7	(5,0)	26.437,5	8,6	(9,1)
Futuros sobre tipos de interés	42.143,9	0,4	(0,4)	18.511,9	1,3	(0,4)
Swaps de tipos de interés	85.894,0	3.003,1	(1.099,1)	125.018,0	3.723,3	(1.219,5)
Swaptions	1.589,4	0,0	(25,0)	-	-	-
<b>Total de instrumentos financieros derivados</b>	<b>199.455,5</b>	<b>3.321,1</b>	<b>(4.339,7)</b>	<b>234.248,0</b>	<b>3.966,1</b>	<b>(3.234,1)</b>

El Banco utiliza los siguientes tipos de instrumentos derivados con fines de cobertura y negociación:

Los *contratos a plazo de divisas* representan compromisos de compra de moneda extranjera en una fecha futura. Aquí se incluyen las operaciones al contado cuya entrega aún no ha sido efectuada.

Los *futuros sobre divisas, tipos de interés y bonos* representan obligaciones contractuales de percibir o desembolsar una cantidad neta, en función de variaciones de los tipos de cambio, los tipos de interés o los precios de los bonos, en una fecha futura y a un precio determinado que se establece en un mercado organizado. En los contratos de futuros se utiliza como garantía efectivo o valores susceptibles de venta en el mercado. Las diferencias que se produzcan en el valor del contrato de futuros se liquidan diariamente con el mercado organizado.

Los *"forward rate agreements"* son contratos a plazo sobre tipos de interés negociados de forma individual, cuyo resultado es una liquidación mediante la entrega de efectivo en una fecha futura, por valor de la diferencia entre el tipo de interés estipulado en el contrato y el tipo vigente en el mercado.

Los *swaps de divisas, de tipos de interés entre divisas y de tipos de interés* son compromisos de intercambio de un conjunto de flujos de caja por otro conjunto de pagos. Los *swaps* dan lugar a una permuta económica de divisas o de tipos de interés (por ejemplo, un tipo fijo por uno variable) o de una combinación de tipos de interés y divisas (*swaps* de tipos de interés entre divisas). Excepto en el caso de ciertos *swaps* de divisas y de tipos de interés entre divisas, en estas operaciones no tiene lugar la permuta del principal.

Las *opciones sobre divisas y sobre bonos* son acuerdos contractuales en los que el vendedor concede al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta), hasta una fecha prefijada o en dicha fecha, un importe específico de

una moneda extranjera o de un bono a un precio pactado de antemano. En contrapartida, el vendedor recibe una prima que paga el comprador.

Las *opciones sobre swaps ("swaptions")* son opciones en las que el vendedor concede al comprador el derecho, pero no la obligación, de realizar una operación *swap* de divisas o de tipos de interés a un precio pactado de antemano hasta una fecha prefijada o en dicha fecha.

En el cuadro anterior se recoge el valor de mercado de los instrumentos financieros derivados.

## 7. Cuentas pendiente de cobro

En millones de DEG	2004	2003
Operaciones financieras pendientes de liquidación	1.598,0	3.143,1
Otros activos	11,6	30,8
<b>Total de cuentas pendientes de cobro</b>	<b>1.609,6</b>	<b>3.173,9</b>

Las "operaciones financieras pendientes de liquidación" son cuentas a cobrar a corto plazo (habitualmente a tres días o menos) procedentes de operaciones ya realizadas pero en las que aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Se incluyen tanto activos vendidos como pasivos asumidos.

## 8. Terrenos, edificios y equipamiento

En millones de DEG	Terrenos	Edificios	Otro equipamiento	2004	2003
				Total	Total
<b>Coste histórico de adquisición</b>					
Saldo inicial a 1 de abril	41,2	185,1	79,4	305,7	298,0
Gasto de capital	-	-	10,5	10,5	8,4
Enajenaciones y retiradas de uso	-	-	(1,8)	(1,8)	(0,7)
<b>Saldo a 31 de marzo</b>	<b>41,2</b>	<b>185,1</b>	<b>88,1</b>	<b>314,4</b>	<b>305,7</b>
<b>Amortización</b>					
Amortización acumulada a 1 de abril	-	61,2	48,1	109,3	95,3
Amortización	-	7,1	9,8	16,9	14,7
Enajenaciones y retiradas de uso	-	-	(1,8)	(1,8)	(0,7)
<b>Saldo a 31 de marzo</b>	<b>-</b>	<b>68,3</b>	<b>56,1</b>	<b>124,4</b>	<b>109,3</b>
<b>Valor contable neto a 31 de marzo</b>	<b>41,2</b>	<b>116,8</b>	<b>32,0</b>	<b>190,0</b>	<b>196,4</b>

La cifra de amortización del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004 incluye una partida adicional por importe de 3,3 millones de DEG procedente del examen realizado sobre el estado de deterioro del terreno y de los edificios del Banco.

## 9. Depósitos en divisas

Los depósitos en divisas son asientos contables que representan obligaciones del Banco y se analizan en el cuadro inferior.

En millones de DEG	2004	2003
<b>Instrumentos de depósito reembolsables con preaviso de uno a dos días</b>		
Instrumentos a Medio Plazo (MTI)	41.198,8	41.744,4
FIXBIS	35.212,5	31.681,8
	<b>76.411,3</b>	<b>73.426,2</b>
<b>Otros depósitos en divisas</b>		
Otros instrumentos de depósito (FRIBIS)	6.200,2	6.063,0
Depósitos a la vista y con preaviso y depósitos a plazo fijo	50.541,0	43.029,8
	<b>56.741,2</b>	<b>49.092,8</b>
<b>Total de depósitos en divisas</b>	<b>133.152,5</b>	<b>122.519,0</b>

El Banco mantiene el compromiso de reembolsar a precios de mercado ciertos instrumentos de depósito, en su totalidad o parcialmente, si la solicitud se realiza con preaviso de uno a dos días hábiles. El beneficio o pérdida resultante se asienta en la rúbrica "Diferencias netas de valoración" de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Los depósitos en divisas (distintos de depósitos a la vista y con preaviso) se contabilizan en el Balance de situación a precios de mercado. Este precio difiere del importe que el Banco está obligado contractualmente

a pagar al tenedor del depósito al vencimiento, que a 31 de marzo de 2004 ascendía, para el total de depósitos en divisas, a 128.682,8 millones de DEG, incluyendo intereses devengados (31 de marzo de 2003: 120.913,1 millones).

## 10. Pasivos en forma de depósitos en oro

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de bancos centrales.

## 11. Títulos vendidos con pacto de recompra

Los títulos vendidos con pacto de recompra ("operaciones con pacto de recompra") son operaciones en las que el Banco recibe un depósito a plazo fijo de una contraparte, a la que entrega garantías en forma de títulos. El tipo de interés del depósito se fija al comienzo de la operación y existe un compromiso irrevocable de reembolso del depósito, sujeto a la devolución de los títulos. Estas operaciones se realizan en su totalidad con bancos comerciales.

## 12. Cuentas pendientes de pago

Las cuentas pendientes de pago consisten en operaciones financieras pendientes de liquidación, con relación a cobros pendientes a corto plazo (normalmente a tres días o menos) correspondientes a operaciones ya realizadas pero en las que aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Se incluyen tanto activos adquiridos como pasivos recomprados.

### 13. Otros pasivos

<i>En millones de DEG</i>	2004	2003
Compromisos por prestaciones de jubilación – véase nota 17		
Pensiones de directivos	4,0	4,0
Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	111,2	97,1
Deudas frente a antiguos accionistas	14,5	208,9
Otros	14,7	288,9
<b>Total de otros pasivos</b>	<b>144,4</b>	<b>598,9</b>

### 14. Capital en acciones

La Asamblea General Extraordinaria celebrada el 10 de marzo de 2003 modificó los Estatutos del Banco al objeto de denominar en DEG el capital social del Banco, anteriormente denominado en francos oro, con efectos a partir del 1 de abril de 2003, y de ajustar consiguientemente el valor nominal (valor facial) de cada acción. A fin de obtener una cifra redonda, se procedió a reducir el valor nominal por acción, de modo que el importe exacto de conversión (5.696 DEG a 31 de marzo de 2003) se redondeó a la baja hasta 5.000 DEG (de los cuales un 25% se encuentra desembolsado). El exceso resultante, por importe de 92,1 millones de DEG en capital social desembolsado, se transfirió desde la rúbrica de capital desembolsado al fondo de reserva libre (véase nota 31). La suma total de capital y reservas del Banco no se vio afectada por dicho ajuste.

El capital en acciones del Banco está integrado por:

	2004	2003
	<i>Mill DEG</i>	<i>Mill FO</i>
Capital autorizado: 600.000 acciones, de 5.000 DEG de valor nominal cada una (2003: 2.500 FO)	3.000,0	1.500,0
Capital emitido: 547.125 acciones (2003: 529.125)	2.735,6	1.322,8
<b>Capital desembolsado (25%)</b>	<b>683,9</b>	<b>330,7</b>

En el transcurso del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004, el Banco emitió nuevo capital, asignando 3.000 acciones a cada uno de los bancos centrales de Argelia, Chile, Filipinas, Indonesia, Israel y Nueva Zelandia. Con esta emisión, el número de bancos centrales miembros aumentó hasta 56 (31 de marzo de 2003: 50).

El número de acciones con derecho a dividendo es el siguiente:

	2004	2003
Acciones emitidas	547.125	529.125
a deducir: Acciones propias		
Recompra de acciones en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2001	(74.952)	(74.952)
Otros	(2.100)	(2.100)
<b>Acciones con derecho a dividendo</b>	<b>470.073</b>	<b>452.073</b>
de las cuales:		
Con derecho a dividendo completo	452.073	452.073
Nuevas acciones con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción	18.000	–

### 15. Recompra de acciones

La Asamblea General Extraordinaria celebrada el 8 de enero de 2001 modificó los Estatutos del Banco a fin de limitar el derecho de tenencia de acciones en el BPI exclusivamente a los bancos centrales, efectuando así una recompra obligatoria de 72.648 acciones en manos de accionistas privados (es decir, tenedores distintos de bancos centrales), cuyos derechos de voto corresponden a los bancos centrales de Bélgica, Estados Unidos y Francia. A cambio, se abonó una indemnización de 16.000 francos suizos por acción. Al mismo tiempo, el Banco recompró 2.304 acciones de estas tres mismas emisiones que se encontraban en manos de otros bancos centrales. El Banco las mantiene como acciones propias y, en su debido momento, procederá a su redistribución entre los bancos centrales que actualmente son accionistas del BPI del modo que estime oportuno.

Tres antiguos accionistas privados expresaron su insatisfacción con la cantidad compensatoria que el Banco les abonó en concepto de la recompra obligatoria de las acciones e interpusieron una demanda ante el Tribunal Arbitral de La Haya, que quedó resuelta mediante un laudo firme con fecha 19 de septiembre de 2003 en el que se ordenaba una indemnización adicional de 7.977,56 CHF por acción. El Banco hizo extensivo el laudo arbitral a todos los antiguos accionistas privados, de modo que el coste de la recompra del total de las 74.952 acciones anteriormente citadas se incrementó en 153,8 millones de DEG, conforme al siguiente detalle:

<i>En millones de DEG</i>	2004
Cargo a acciones propias:	
Indemnización adicional por encima de la provisión	113,5
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias:	
Interés adicional de la indemnización por encima de la provisión	32,9
Pérdidas por conversión de divisas	7,4
<b>Total</b>	<b>153,8</b>

## 16. Beneficio por acción

	2004	2003
Beneficio neto del ejercicio financiero (millones de DEG)	536,1	592,8
Número medio ponderado de acciones con derecho a dividendo	462.114	452.073
<b>Beneficio por acción (DEG por acción)</b>	<b>1.160</b>	1.311

La propuesta de dividendo correspondiente al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004 es de 225 DEG por acción (2003: 400 francos suizos, equivalentes a 214,8 DEG).

## 17. Compromisos por pensiones de jubilación

### A. Pensiones de directivos

El Banco mantiene un sistema (que no cuenta con fondo propio) de prestaciones definidas en beneficio de sus directivos, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de cuatro años. La evolución de las cuentas durante el ejercicio fue la siguiente:

En millones de DEG	2004	2003
Pasivos iniciales	4,0	3,6
Aportes realizados	(0,3)	(0,2)
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias	0,4	0,3
Diferencias cambiarias	(0,1)	0,3
<b>Pasivos finales (véase nota 13)</b>	<b>4,0</b>	4,0

### B. Pensiones del personal

El Banco cuenta con un Plan de Pensiones para los miembros de su personal por el que éstos percibirán una prestación definida calculada sobre su salario final. El Plan de Pensiones se basa en un fondo cuya naturaleza es similar a la de un fondo fiduciario, sin personalidad jurídica propia. Sus activos son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los empleados actuales y anteriores que participan en el sistema. Actuarios independientes llevan a cabo una valoración del fondo con periodicidad anual. La última valoración actuarial se efectuó el 30 de septiembre de 2003.

En millones de DEG	2004	2003
Valor actual de los compromisos con fondo propio	527,8	511,3
Precio de mercado de los activos del fondo	(525,4)	(480,9)
	2,4	30,4
Beneficios/(pérdidas) actuariales no reconocidos	(2,4)	(30,4)
<b>Pasivo</b>	<b>-</b>	-

La evolución de las cuentas durante el ejercicio fue la siguiente:

En millones de DEG	2004	2003
(Activos)/Pasivos iniciales	-	-
Aportes realizados	(14,5)	(30,1)
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias	14,5	30,1
<b>(Activos)/Pasivos finales</b>	<b>-</b>	-

Los supuestos actuariales básicos utilizados en los cálculos fueron los siguientes:

	2004	2003
Tasa de descuento: tipo de mercado de renta fija privada suiza de elevada calificación	3,5%	3,5%
Rendimiento esperado de los activos del plan	5,0%	5,0%

### C. Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes

El Banco ofrece asimismo a su personal jubilado un sistema (sin fondo propio) de prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de diez años. La metodología utilizada en la determinación de los costes y los compromisos derivados de este sistema, así como los supuestos actuariales introducidos en el cálculo de estas prestaciones, son idénticos a los empleados en el Plan de Pensiones, excepto que aquí se utiliza el supuesto adicional de una inflación a largo plazo de los costes médicos de un 5% anual.

La evolución de las cuentas durante el ejercicio fue la siguiente:

En millones de DEG	2004	2003
Pasivos iniciales	97,1	81,6
Aportes realizados	(1,2)	(3,4)
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias	16,4	8,6
Diferencias cambiarias	(1,1)	10,3
<b>Pasivos finales (véase nota 13)</b>	<b>111,2</b>	97,1
Pérdida actuarial no reconocida	18,1	22,9
Valor actual de los compromisos	129,3	120,0

## 18. Ingresos por intereses

<i>En millones de DEG</i>	2004	2003
<b>Intereses de activos de inversión</b>		
Títulos adquiridos con pacto de reventa	9,9	17,8
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	25,4	29,1
Títulos del Estado y otros valores	269,8	317,9
	<b>305,1</b>	<b>364,8</b>
<b>Intereses de la cartera bancaria</b>		
Letras del Tesoro	233,4	217,5
Títulos adquiridos con pacto de reventa	104,3	103,5
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	1.106,7	1.567,1
Títulos del Estado y otros valores	721,6	838,0
	<b>2.166,0</b>	<b>2.726,1</b>
<b>Intereses de instrumentos financieros derivados</b>	<b>1.022,3</b>	<b>1.043,8</b>
<b>Otros intereses</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Total de ingresos por intereses</b>	<b>3.493,9</b>	<b>4.135,2</b>

## 19. Gastos por intereses

<i>En millones de DEG</i>	2004	2003
Intereses de depósitos en oro	7,0	11,3
Intereses de depósitos en divisas	2.665,7	3.201,7
Intereses de títulos vendidos con pacto de recompra	8,4	15,9
<b>Total de gastos por intereses</b>	<b>2.681,1</b>	<b>3.228,9</b>

## 20. Diferencias netas de valoración

<i>En millones de DEG</i>	2004	2003
Diferencias de valoración no realizadas de activos financieros de la cartera bancaria	(98,9)	439,5
Beneficio/(pérdida) realizado de activos financieros de la cartera bancaria	32,1	31,7
Diferencias de valoración no realizadas de pasivos financieros	583,8	(1.341,8)
Beneficio/(pérdida) realizado de pasivos financieros	(327,1)	(418,5)
Diferencias de valoración de instrumentos financieros derivados	(448,6)	974,8
<b>Diferencias netas de valoración</b>	<b>(258,7)</b>	<b>(314,3)</b>

## 21. Ingresos netos por comisiones

<i>En millones de DEG</i>	2004	2003
Ingresos por comisiones	5,8	6,0
Gastos por comisiones	(4,4)	(4,3)
<b>Ingresos netos por comisiones</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>

## 22. Beneficios netos por divisas

Los beneficios netos por divisas incluyen los beneficios procedentes de las transacciones en divisas y de la conversión de divisas.

## 23. Gastos de explotación

En el cuadro siguiente se analizan los gastos de explotación del Banco en francos suizos (CHF), la moneda en la que se realiza la mayoría de los gastos.

<i>En millones de francos suizos</i>	2004	2003
<b>Consejo de Administración</b>		
Dietas de los consejeros	1,6	1,5
Pensiones	0,6	0,6
Viajes, reuniones externas del Consejo y otros gastos	1,5	1,3
	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
Dirección y personal		
Remuneración	96,1	96,3
Pensiones	30,2	62,9
Otros gastos de personal	44,4	22,9
	<b>170,7</b>	<b>182,1</b>
<b>Gastos de oficina y diversos</b>	<b>62,1</b>	<b>62,0</b>
<b>Gastos de administración en millones de francos suizos</b>	<b>236,5</b>	<b>247,5</b>
Gastos de administración en millones de DEG	125,6	127,6
Amortización en millones de DEG	16,9	14,7
<b>Gastos de explotación en millones de DEG</b>	<b>142,5</b>	<b>142,3</b>

El gasto en concepto de pensiones del ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2003 incluye una aportación especial de 33,9 millones de francos suizos al fondo de pensiones del personal del Banco. El gasto en concepto de otros egresos relacionados con el personal aumentó a finales del ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2004, debido principalmente al aumento de los gastos relacionados con la cobertura médica y de accidentes, tal y como se recoge en DEG en la nota 17.

El personal del Banco en promedio, expresado en términos de empleados a tiempo completo, ascendió a 509 personas durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004 (2003: 493).

## 24. Beneficio neto por ventas de valores de inversión

En millones de DEG	2004	2003
Beneficio bruto realizado	172,5	153,8
Pérdidas brutas realizadas	(18,1)	(6,8)
<b>Beneficio neto de valores de inversión</b>	<b>154,4</b>	147,0

## 25. Impuestos

El Acuerdo de Sede firmado con el Consejo Federal Suizo estipula el régimen jurídico de que goza el Banco en Suiza. Con arreglo a las cláusulas de este documento, el Banco disfruta de una exención prácticamente total de los impuestos directos e indirectos, tanto de ámbito federal como local, vigentes en Suiza.

Existen acuerdos similares con el Gobierno de la República Popular China (con respecto a la Oficina Asiática en Hong Kong RAE) y con el Gobierno de México (en relación con la Oficina para las Américas).

## 26. Tipos de cambio

El siguiente cuadro presenta los principales tipos de cambio y precios utilizados para convertir a DEG el saldo en divisas y en oro:

	Tipo al contado a 31 de marzo		Tipo medio del ejercicio financiero cerrado a	
	2004	2003	2004	2003
Dólar de EEUU	0,675	0,728	0,700	0,755
Euro	0,827	0,793	0,821	0,749
Yen japonés	0,00649	0,00613	0,00620	0,00620
Libra esterlina	1,239	1,150	1,183	1,167
Franco suizo	0,530	0,537	0,531	0,511
Oro	286,5	244,1	263,8	245,4

## 27. Partidas fuera de balance

El Banco realiza las operaciones fiduciarias en nombre propio, pero por cuenta y riesgo de sus clientes y sin posibilidad de recurso frente al Banco. Estas operaciones, que no se contabilizan en el Balance de situación, incluyen:

En millones de DEG	2004	2003
Valor nominal de los títulos mantenidos en concepto de:		
Acuerdos de custodia	9.153,5	8.309,6
Acuerdos de prenda por garantías	2.346,2	3.556,4
Contratos de administración de carteras	2.903,3	2.158,9
<b>Total</b>	<b>14.403,0</b>	14.024,9

Los instrumentos financieros mantenidos como consecuencia de los anteriores acuerdos se encuentran depositados bajo custodia externa, ya sea en bancos centrales o en instituciones comerciales.

## 28. Compromisos

El Banco ofrece a sus clientes —bancos centrales e instituciones internacionales— una serie de facilidades permanentes comprometidas. A 31 de marzo de 2004, los compromisos de acuerdo de crédito vigentes derivados de dichas facilidades ascendían a 2.867,2 millones de DEG (31 de marzo de 2003: 2.780,5 millones de DEG), de los cuales 118,2 millones carecían de colateral (31 de marzo de 2003: 150,0 millones de DEG).

## 29. Partes vinculadas

Conforme a la actual definición del Banco, las partes vinculadas son los miembros del Consejo de Administración y los Altos Cargos del Banco que forman parte del Comité Ejecutivo.

El Banco ofrece cuentas de depósito personales a todo su personal y a sus Consejeros. El Presidente del Banco determina el tipo de interés al que se remuneran estas cuentas. A 31 de marzo de 2004, el saldo de dichas cuentas pertenecientes a los miembros del Consejo y a los Altos Directivos de la entidad ascendía a 7,4 millones de DEG (31 de marzo de 2003: 7,5 millones de DEG).

## 30. El capital y la gestión del riesgo

### A. Riesgos para el Banco

El Banco está expuesto a riesgos a través de sus operaciones con instrumentos financieros, en concreto:

**Riesgo de crédito:** el riesgo de incurrir en pérdidas financieras en caso de que la contraparte incumpla el servicio de su deuda a su debido tiempo. Este es el mayor riesgo al que se expone el Banco.

**Riesgo de mercado:** el riesgo de que disminuya el valor total del activo y del pasivo del Banco debido a oscilaciones adversas en variables de mercado como los tipos de cambio, los tipos de interés o el precio del oro.

**Riesgo de liquidez:** el riesgo de ser incapaz de satisfacer sus obligaciones de pago al vencimiento sin incurrir en pérdidas inaceptables.

**Riesgo operativo:** el riesgo de sufrir pérdidas financieras y/o de reputación en el Banco debido a una falta de adecuación o a fallos de procesos, de personal o de sistemas internos, o bien a causa de acontecimientos externos.

### B. La gestión de estos riesgos en el Banco

#### Estructura organizativa

El Banco ofrece sus servicios a la comunidad de bancos centrales, obteniendo al mismo tiempo un beneficio adecuado para mantener una fuerte posición patrimonial. El activo y el pasivo del Banco se organizan en dos cuentas distintas:

*Depósitos en divisas y en oro, procedentes en su mayoría de bancos centrales y organizaciones internacionales, y sus correspondientes activos de la cartera bancaria y derivados.*

En esta cartera, el Banco asume un riesgo limitado de tipos de interés, de precio del oro y de divisas.

*Activos, pasivos y derivados relacionados con la inversión de los recursos propios del Banco.*

El Banco mantiene la mayoría de sus fondos propios en instrumentos financieros denominados en las monedas que componen el DEG, para cuya gestión se utiliza un conjunto de bonos de referencia (*benchmark*) con un objetivo de duración fijo. El resto de los recursos propios del Banco se mantienen en oro.

Para gestionar sus riesgos, el Banco se sirve de un marco que incluye una función de control del riesgo independiente así como informes periódicos dirigidos a los correspondientes comités de dirección acerca de las posiciones de riesgo que asume el Banco. La metodología y criterios que aplica el Banco para la gestión de sus riesgos están recogidos en un detallado manual que se revisa de forma periódica. Los límites crediticios del Banco se recogen a su vez en un manual para la contraparte, y cualquier modificación de los mismos necesitará la aprobación previa de la gerencia del banco.

Las funciones financiera, jurídica y de cumplimiento bancario aumentan todavía más el control de riesgos. La primera de ellas se encarga de redactar los estados financieros del Banco y de controlar sus gastos mediante el establecimiento y seguimiento del presupuesto anual. La función jurídica, por su parte, consiste en asesorar y ayudar al Banco a propósito de una amplia variedad de asuntos que atañen a sus actividades. Por último, la función de cumplimiento bancario consiste en asegurar que las actividades y el personal del Departamento Bancario, así como el órgano de control de riesgos, acatan el Código de Conducta del Banco, las Normas Bancarias pertinentes, la legislación vigente y las mejores prácticas del mercado financiero.

La función de auditoría interna se encarga de examinar los procedimientos de control internos y de informar si

cumplen las normas internas y las mejores prácticas del sector. Su ámbito de actuación incluye el análisis de los procedimientos para la gestión del riesgo, los sistemas de control internos, los sistemas de información y los procesos de buen gobierno.

El Director General Adjunto es el responsable de los órganos para el control de riesgos y auditoría interna, si bien ésta última también responde ante el Comité de Auditoría. En el organigrama inferior se muestran las líneas de autoridad de las principales funciones de control.

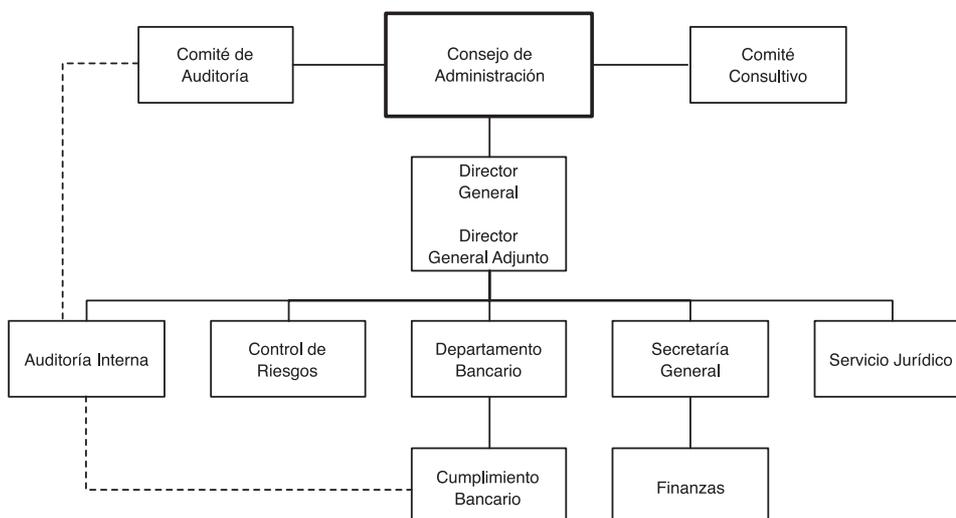
### C. Metodologías para la gestión del riesgo

El Banco utiliza diferentes métodos cuantitativos para valorar los instrumentos financieros y calcular el riesgo para el beneficio neto del Banco y para su capital social. El Banco ajusta estos criterios a medida que va cambiando su entorno de riesgo y van evolucionando las mejores prácticas en el sector.

El capital económico es uno de los principales instrumentos utilizados por el Banco para el control de riesgos y se utiliza para calcular la cantidad de recursos propios que sería necesaria para absorber pérdidas potenciales derivadas de los riesgos asumidos en un determinado momento, dado un umbral de confianza estadístico que viene determinado por el objetivo del Banco de mantener el mayor grado posible de solvencia. La mayoría de los límites internos y de los informes del Banco se expresan en términos de utilización de este capital económico. El Banco calcula el capital económico necesario para cubrir el riesgo de crédito, de mercado y operativo.

Para el primero, el Banco utiliza un modelo interno que calcula el valor en riesgo de la cartera de créditos, a partir de:

- la probabilidad de incumplimiento de cada contraparte;
- las correlaciones entre las pérdidas asociadas a cada contraparte; y
- las pérdidas en las que incurriría el Banco en caso de impago.



Para calcular el capital económico necesario para cubrir el riesgo de mercado, el Banco utiliza la metodología del Valor en Riesgo (VaR) (véase la sección I más adelante).

Por último, para calcular el capital económico correspondiente al riesgo operativo, se utiliza un modelo que incorpora tanto la trayectoria de pérdidas operativas del Banco como datos externos sobre pérdidas.

El Banco, al realizar estos tres cálculos del capital económico (para el riesgo de crédito, de mercado y operativo) asume un horizonte temporal de un año y un umbral de confianza del 99,995%.

#### D. Suficiencia de capital

El Banco mantiene en todo momento una fuerte posición de fondos propios, medida a través de su modelo de capital económico anteriormente mencionado y del marco propuesto por el Acuerdo de Basilea de julio de 1988 (el Acuerdo de Capital de Basilea).

A continuación se presenta el nivel de recursos propios del Banco a 31 de marzo de 2004.

En millones de DEG	2004
Capital en acciones	683,9
Reservas estatutarias	8.230,8
a deducir: Acciones propias	(852,6)
<b>Capital de Nivel 1</b>	<b>8.062,1</b>
Cuenta de pérdidas y ganancias	536,1
Otros recursos propios	1.011,8
<b>Total de recursos propios</b>	<b>9.610,0</b>

El Acuerdo de Capital determina la suficiencia de capital comparando el capital admisible del Banco con sus activos ponderados por su nivel de riesgo. Estos últimos se calculan aplicando a los activos y derivados del Banco una serie de ponderaciones por riesgo, según exige del Acuerdo de Basilea. Los cocientes de capital que mantiene el Banco son altos, debido a la elevada proporción que representa la deuda soberana (con ponderación cero) con respecto al total de activos del Banco. A 31 de marzo de 2004, el capital de Nivel 1 del Banco ascendía a 34,7%.

#### E. Riesgo de crédito

El riesgo de crédito incluye:

*Riesgo de incumplimiento:* el riesgo de que la otra parte no cumpla sus obligaciones de acuerdo a las condiciones convenidas para una determinada operación. Este es un riesgo que afecta tanto a los activos y derivados financieros como a las líneas comprometidas por el Banco con bancos centrales y organizaciones internacionales.

*Riesgo de liquidación:* el riesgo de que se produzca un fallo en la liquidación o en la compensación de una operación financiera en la que el intercambio de efectivo, títulos o activos no es simultáneo.

*Riesgo de transferencia:* el riesgo de que la otra parte no pueda satisfacer sus obligaciones en divisas debido a restricciones de acceso a la moneda extranjera.

#### F. Riesgo de incumplimiento

El Banco controla el riesgo de incumplimiento en función de la contraparte y de la cartera. Las exposiciones al riesgo de crédito están restringidas mediante unos límites que se aplican a cada contraparte y a cada país sujeto a riesgos. El Banco lleva a cabo su propio análisis crediticio de manera independiente y exhaustiva, a partir del cual se asignan grados internos de crédito y se establecen límites para los mismos.

El riesgo de incumplimiento para los títulos en manos del Banco es escaso, dada la enorme liquidez de la mayoría de sus activos. Cuando la gerencia del Banco estima que un determinado participante presenta un riesgo de incumplimiento demasiado alto, ordena la venta de sus activos. Para mitigar el riesgo de impago de los derivados extrabursátiles (OTC) se utilizan acuerdos de garantía financiera.

A continuación se recogen las posiciones crediticias por sectores y por calificación crediticia, a 31 de marzo de 2004.

Sector de riesgo	%
Soberanos	29,0
Instituciones financieras	65,0
Otros	6,0
	100,0

Calificación crediticia interna del BPI (expresada como calificaciones a largo plazo equivalentes)	%
AAA	25,1
AA	54,9
A	19,6
BBB+ e inferior (incluidos los riesgos sin calificación)	0,4
	100,0

#### G. Riesgo de liquidación

El Banco reduce el riesgo de liquidación de las siguientes formas:

- utilizando cámaras de compensación reconocidas;
- siempre que sea posible, liquidando las operaciones únicamente cuando ambas partes hayan satisfecho sus respectivas obligaciones (mecanismo de liquidación de "entrega contra pago");
- siempre que sea posible, solicitando la liquidación neta de los pagos correspondientes a instrumentos financieros derivados;
- utilizando bancos corresponsales para el efectivo que puedan detener los pagos con un breve preaviso; y
- calculando y limitando el riesgo de liquidación en función de la contraparte.

#### H. Riesgo de transferencia

El Banco calcula y establece los límites para el riesgo de transferencia por países.

### **I. Riesgo de mercado**

Los principales componentes del riesgo de mercado para el Banco son el riesgo del precio del oro, el riesgo de divisas y el riesgo de tipos de interés. El Banco incurre en el riesgo de mercado principalmente a través de los activos relacionados con la gestión de sus recursos propios. Para calcular este riesgo, el Banco utiliza el valor en riesgo (VaR) y la sensibilidad a determinados factores del riesgo de mercado. El VaR es el cálculo estadístico de la pérdida potencial máxima en la cartera actual, teniendo en cuenta un horizonte temporal concreto y un determinado umbral de confianza.

El capital económico necesario para el riesgo de mercado se calcula y se gestiona de forma combinada para todos los componentes del riesgo de mercado. La gerencia del Banco, por su parte, establece los límites para la utilización de este capital económico.

Todos los modelos de VaR, si bien tienen carácter prospectivo, están basados en hechos pasados y dependen de la calidad de los datos de mercado de los que se disponga. A los límites impuestos por el VaR se suma un conjunto de límites y líneas de información que incluye pruebas de tensión específicas (*stress tests*) y un seguimiento minucioso de las posiciones de riesgo en los mayores mercados.

### **J. Riesgo del precio del oro**

El riesgo del precio del oro consiste en el impacto que podría tener una oscilación del precio del oro en los valores de mercado del activo y del pasivo del Banco. El Banco está expuesto a este tipo de riesgo principalmente a través de sus tenencias de oro, que ascienden a 192 toneladas y se encuentran en custodia o en depósito en bancos comerciales. A 31 de marzo de 2004, aproximadamente el 18% de sus recursos propios estaban en oro (31 de marzo de 2003: 17%). El Banco también puede verse ligeramente expuesto a este riesgo a través de sus actividades bancarias con bancos centrales y comerciales. El Banco calcula el riesgo del precio del oro mediante su modelo agregado de capital económico para el riesgo de mercado.

### **K. Riesgo de divisas**

El riesgo de divisas es el impacto que podría tener una oscilación de los tipos de cambio frente al DEG en los valores de mercado del activo y del pasivo del Banco. El Banco está expuesto al riesgo de divisas principalmente a través de los activos relacionados con la gestión de sus recursos propios. También lo está cuando gestiona los depósitos de sus clientes y actúa como intermediario en operaciones con divisas entre bancos centrales y comerciales. Para reducir su exposición a este tipo de riesgo, el Banco alinea periódicamente los activos que utiliza en la gestión de sus recursos propios con las monedas que componen el DEG y sólo permite pequeñas exposiciones al riesgo de divisas con respecto a los depósitos de sus clientes y a la intermediación en operaciones con divisas.

A continuación se detallan las posiciones del Banco en distintas monedas a 31 de marzo de 2004, ajustadas de sus tenencias de oro. Estas posiciones en divisas se deben principalmente a la recompra de las acciones del BPI llevada a cabo durante el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2001 (véase la nota 15).

<i>Activos netos</i>	<b>2004</b>
<i>En millones de DEG</i>	
Franco suizo	(655,6)
Dólar de EEUU	297,9
Euro	111,3
Yen japonés	130,9
Libra esterlina	57,7
Corona sueca	54,3
Otras monedas	3,5

### **L. Riesgo de tipos de interés**

El riesgo de tipos de interés consiste en el impacto que podría tener una oscilación de éstos en el valor de mercado de los activos y pasivos del Banco. El Banco está expuesto a este riesgo principalmente a través de los activos que devengan intereses relacionados con la gestión de sus recursos propios. Estos activos se gestionan mediante un conjunto de bonos de referencia con un objetivo de duración fijo. El Banco también está expuesto a un cierto riesgo de tipos de interés cuando acepta y reinvierte los depósitos de sus clientes.

El Banco vigila de cerca este tipo de riesgos, incluida la sensibilidad de los precios de mercado a la oscilación de los tipos de interés. El riesgo de mercado se mitiga aplicando los límites que imponen el capital económico, el modelo de VaR y las pruebas de tensión.

### **M. Riesgo de liquidez**

Las variaciones netas de los depósitos en divisas y en oro procedentes de bancos centrales e instituciones internacionales determinan el tamaño del balance del Banco. El Banco se compromete a recomprar a su valor razonable algunos de sus instrumentos de depósito en divisas con uno o dos días de preaviso. El Banco conserva siempre un alto grado de liquidez que le garantiza poder satisfacer las necesidades de sus clientes en todo momento.

El Banco ha desarrollado un marco para la gestión del riesgo de liquidez basado en un modelo estadístico que utiliza supuestos prudenciales para los depósitos en efectivo y la liquidez de su pasivo. De acuerdo a este marco, el Consejo ha fijado un límite para el nivel de liquidez del Banco, de tal manera que los activos líquidos deben corresponder como mínimo al 100% de las demandas de liquidez a las que tuviera que hacer frente el Banco. Además, se realizan pruebas de tensión sobre la liquidez que contemplan supuestos en los que el Banco tendría que hacer frente a peticiones de retiradas de fondos muy superiores a los requisitos potenciales de liquidez estimados. Estas pruebas de tensión establecen necesidades adicionales de liquidez, a las que también se

debe hacer frente con los activos líquidos en manos del Banco. El nivel de liquidez del Banco ha sido constantemente muy superior al nivel mínimo que se ha marcado para su coeficiente de liquidez.

En los cuadros siguientes (donde se incluye también el volumen neto de derivados) aparecen el activo y el pasivo a su valor contable neto, ordenados por su fecha de vencimiento contractual:

<b>A 31 de marzo de 2004</b>	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	4 a 6 meses	6 a 9 meses	9 a 12 meses	1 a 5 años	Más de 5 años	Vencimiento indeterminado	Total
<i>En millones de DEG</i>									
<b>Activo</b>									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	18,9	-	-	-	-	-	-	-	18,9
Oro y depósitos en oro	247,5	315,8	603,0	514,2	532,2	1.397,2	-	5.463,9	9.073,8
Letras del Tesoro	5.903,4	15.450,9	6.615,6	908,9	1.361,9	-	-	-	30.240,7
Títulos adquiridos con pacto de reventa	21.771,1	64,1	-	-	-	-	-	-	21.835,2
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	31.589,7	16.640,8	15.138,2	3.814,4	979,3	-	-	-	68.162,4
Títulos del Estado y otros valores	1.785,5	2.948,1	3.085,9	2.164,1	1.533,6	17.661,3	4.304,6	-	33.483,1
Cuentas pendientes de cobro	1.602,2	-	-	-	-	3,9	-	3,5	1.609,6
Terrenos, edificios y equipamiento	-	-	-	-	-	-	-	190,0	190,0
<b>Total</b>	<b>62.918,3</b>	<b>35.419,7</b>	<b>25.442,7</b>	<b>7.401,6</b>	<b>4.407,0</b>	<b>19.062,4</b>	<b>4.304,6</b>	<b>5.657,4</b>	<b>164.613,7</b>
<b>Pasivo</b>									
Depósitos en divisas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso	(4.798,2)	(12.072,9)	(14.572,6)	(5.828,5)	(4.015,2)	(31.727,3)	(3.396,6)	-	(76.411,3)
Otros depósitos en divisas	(42.269,9)	(7.438,1)	(6.374,4)	(560,3)	(98,3)	(0,2)	-	-	(56.741,2)
Depósitos en oro	(5.625,0)	(250,5)	(510,1)	(347,5)	(291,7)	(268,7)	-	-	(7.293,5)
Títulos vendidos con pacto de recompra	(1.161,2)	(64,1)	-	-	-	-	-	-	(1.225,3)
Cuentas pendientes de pago	(12.169,4)	-	-	-	-	-	-	-	(12.169,4)
Otros pasivos	(26,6)	-	-	-	-	-	-	(117,8)	(144,4)
<b>Total</b>	<b>(66.050,3)</b>	<b>(19.825,6)</b>	<b>(21.457,1)</b>	<b>(6.736,3)</b>	<b>(4.405,2)</b>	<b>(31.996,2)</b>	<b>(3.396,6)</b>	<b>(117,8)</b>	<b>(153.985,1)</b>
Instrumentos financieros derivados netos	(102,9)	(485,8)	(144,6)	3,2	(100,4)	(109,8)	(78,3)	-	(1.018,6)
<b>Brecha de vencimiento</b>	<b>(3.234,9)</b>	<b>15.108,3</b>	<b>3.841,0</b>	<b>668,5</b>	<b>(98,6)</b>	<b>(13.043,6)</b>	<b>829,7</b>	<b>5.539,6</b>	<b>9.610,0</b>

<b>A 31 de marzo de 2003</b>	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	4 a 6 meses	6 a 9 meses	9 a 12 meses	1 a 5 años	Más de 5 años	Vencimiento indeterminado	Total
<i>En millones de DEG</i>									
<b>Activo</b>									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	4.300,7	-	-	-	-	-	-	-	4.300,7
Oro y depósitos en oro	317,8	330,8	480,7	273,9	289,4	1.315,2	-	4.534,1	7.541,9
Letras del Tesoro	4.031,4	10.324,1	5.410,0	345,6	613,4	-	-	-	20.724,5
Títulos adquiridos con pacto de reventa	12.255,0	-	-	-	-	-	-	-	12.255,0
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	17.174,8	16.553,4	14.615,0	7.071,4	3.281,9	31,7	-	-	58.728,2
Títulos del Estado y otros valores	2.193,7	4.476,8	2.174,8	3.179,2	4.836,7	17.311,4	4.560,0	-	38.732,6
Cuentas pendientes de cobro	3.164,8	-	-	-	-	4,4	-	4,7	3.173,9
Terrenos, edificios y equipamiento	-	-	-	-	-	-	-	196,4	196,4
<b>Total</b>	<b>43.438,2</b>	<b>31.685,1</b>	<b>22.680,5</b>	<b>10.870,1</b>	<b>9.021,4</b>	<b>18.662,7</b>	<b>4.560,0</b>	<b>4.735,2</b>	<b>145.653,2</b>
<b>Pasivo</b>									
Depósitos en divisas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso	(5.972,5)	(8.427,6)	(8.054,3)	(6.984,9)	(6.420,8)	(35.809,2)	(1.756,9)	-	(73.426,2)
Otros depósitos en divisas	(30.886,4)	(8.174,8)	(7.073,0)	(1.118,3)	(1.402,7)	(437,6)	-	-	(49.092,8)
Depósitos en oro	(4.802,8)	(291,0)	(321,8)	(153,0)	(242,4)	(211,6)	-	-	(6.022,6)
Títulos vendidos con pacto de recompra	(73,2)	-	-	-	-	-	-	-	(73,2)
Cuentas pendientes de pago	(8.242,3)	-	-	-	-	-	-	-	(8.242,3)
Otros pasivos	(288,9)	-	-	(207,0)	-	-	-	(103,4)	(599,3)
<b>Total</b>	<b>(50.266,1)</b>	<b>(16.893,4)</b>	<b>(15.449,1)</b>	<b>(8.463,2)</b>	<b>(8.065,9)</b>	<b>(36.458,4)</b>	<b>(1.756,9)</b>	<b>(103,4)</b>	<b>(137.456,4)</b>
Instrumentos financieros derivados netos	10,3	116,6	(80,3)	(114,4)	(35,1)	1.061,6	(226,7)	-	732,0
<b>Brecha de vencimiento</b>	<b>(6.817,6)</b>	<b>14.908,3</b>	<b>7.151,1</b>	<b>2.292,5</b>	<b>920,4</b>	<b>(16.734,1)</b>	<b>2.576,4</b>	<b>4.631,8</b>	<b>8.928,8</b>

#### **N. Riesgo operativo**

El riesgo operativo incluye el riesgo de sufrir pérdidas y/o de que se vea afectada la reputación del Banco a causa de:

- Procesos (cualquier política o proceso interno que resulte inapropiado, mal diseñado o impracticable o que no se haya entendido, ejecutado, seguido o comprobado adecuadamente);
- Personas (escasez de personal, desconocimiento de la información necesaria, formación inadecuada, supervisión errónea, pérdida de personal fundamental, deshonestidad o incumplimiento de las normas éticas);
- Sistemas (hardware, software, sistemas operativos o infraestructuras deficientes, insuficientes, inadecuados, impracticables, inservibles, que fallan o que no funciona según lo previsto); y

cuados, impracticables, inservibles, que fallan o que no funciona según lo previsto); y

- Acontecimientos externos (que repercutan negativamente en el Banco pero que escapen a su control).

Estos supuestos pueden provocar pérdidas para el Banco o daños para su reputación. Todos ellos tienen su origen en una o más causas de riesgo, como son el fraude; la gestión y utilización de la información; aspectos laborales y culturales; la seguridad; la organización y ejecución de procesos; la relación con terceros y la tecnología.

Para gestionar sus riesgos operativos, el Banco utiliza controles internos (políticas, procedimientos, prácticas y estructuras organizativas) para asegurar que se eviten razonablemente los eventos de riesgo o, en su defecto,

que se detecten lo antes posible y se atenúen sus consecuencias. El Banco asigna capital económico para el riesgo operativo a partir de un modelo estadístico.

### 31. Implicaciones de las modificaciones de los criterios contables

#### A. Redenominación del capital social

Al reemplazar el DEG al franco oro como moneda de los estados financieros del Banco a partir del 1 de abril de 2003, se han tenido que convertir a DEG las cantidades correspondientes al capital en acciones que anteriormente estaban expresadas en francos oro. La Asamblea General Extraordinaria celebrada el 10 de marzo de 2003 decidió redondear a la baja la conversión exacta del valor nominal de las acciones (5.696 DEG a 31 de marzo de 2003),

situando el nuevo valor nominal en 5.000 DEG. Esto resultó en la reducción del capital social en un 12,2% con fecha 31 de marzo de 2003, tras lo cual se procedió a transferir el exceso resultante, por importe de 92,1 millones de DEG, desde la rúbrica de capital en acciones a los fondos de reserva del Banco. Esta modificación no tuvo repercusión alguna sobre los recursos propios del Banco. En la sección C más adelante se recogen los ajustes realizados al capital social del Banco.

#### B. Conversión y reformulación del balance del Banco

En el cuadro que sigue a continuación puede verse cómo se han convertido a DEG las cifras auditadas correspondientes al Balance de situación publicado a 31 de marzo de 2003 y cómo se han reformulado a

Columna/notas	Balance de situación	Convertido a DEG	Nuevas valoraciones	Reclasificaciones	Ajustes por fecha de operación	Balance de situación
	Mill FO					Mill DEG
	1	2	3	4	5	6
<b>Activo</b>						
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	3.041,5	4.300,7	-	-	-	4.300,7
Oro y depósitos en oro	3.299,6	4.665,6	2.876,3	-	-	7.541,9
Letras del Tesoro	14.027,3	19.834,6	0,5	-	889,4	20.724,5
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5.302,2	7.497,3	-	-	4.757,7	12.255,0
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	40.209,1	56.855,6	48,4	-	1.824,2	58.728,2
Títulos del Estado y otros valores	26.791,0	37.882,4	737,5	-	112,7	38.732,6
Instrumentos derivados financieros	-	-	3.966,1	-	-	3.966,1
Cuentas pendientes de cobro	21,7	30,7	-	-	3.143,2	3.173,9
Terrenos, edificios y equipamiento	138,9	196,4	-	-	-	196,4
<b>Total del activo</b>	<b>92.831,3</b>	<b>131.263,3</b>	<b>7.628,8</b>	<b>-</b>	<b>10.727,2</b>	<b>149.619,3</b>
<b>Pasivo</b>						
Depósitos en divisas	83.759,4	118.435,6	1.596,0	-	2.487,4	122.519,0
Depósitos en oro	2.638,4	3.730,7	2.291,9	-	-	6.022,6
Títulos vendidos con pacto de recompra	51,8	73,2	-	-	-	73,2
Instrumentos derivados financieros	-	-	3.234,1	-	-	3.234,1
Cuentas pendientes de pago	-	-	-	-	8.242,3	8.242,3
Otros pasivos	960,6	1.358,4	(759,5)	-	-	598,9
<b>Total del pasivo</b>	<b>87.410,2</b>	<b>123.597,9</b>	<b>6.362,5</b>	<b>-</b>	<b>10.729,7</b>	<b>140.690,1</b>
<b>Recursos propios</b>						
Capital en acciones	330,7	467,6	285,9	(92,1)	-	661,4
Reservas estatutarias	4.947,2	6.995,3	577,2	(49,8)	-	7.522,7
Cuenta de pérdidas y ganancias	362,0	511,9	66,0	-	(2,5)	575,4
Acciones propias	(522,7)	(739,1)	-	-	-	(739,1)
Otros recursos propios	-	-	337,2	571,6	-	908,8
Cuenta de diferencias de valoración	303,9	429,7	-	(429,7)	-	-
<b>Total recursos propios</b>	<b>5.421,1</b>	<b>7.665,4</b>	<b>1.266,3</b>	<b>-</b>	<b>(2,5)</b>	<b>8.929,2</b>
<b>Total de pasivo y recursos propios</b>	<b>92.831,3</b>	<b>131.263,3</b>	<b>7.628,8</b>	<b>-</b>	<b>10.727,2</b>	<b>149.619,3</b>

fin de reflejar las modificaciones introducidas en los criterios contables. Las cifras del Balance de situación a 31 de marzo de 2003 son las resultantes tras la distribución del beneficio neto del año e incorporan la transferencia de 1.639,4 millones de Francos Oro (FO) a las reservas estatutarias del Banco realizada el año anterior, tal y como se aprobó en la Asamblea General Anual de 2003.

**Notas a la conversión y reformulación del Balance del Banco**

1. Esta columna incluye las cifras denominadas en francos oro correspondientes al Balance de situación a 31 de marzo de 2003, auditado y publicado, antes de la distribución del beneficio neto del año.
2. Las cantidades de esta columna reflejan la conversión a DEG de las cifras en francos oro de la columna 1 al tipo de cambio vigente en la fecha del Balance de situación, 1 DEG=0,7072146 FO (1 DEG=1,3730456 USD). El beneficio neto de 362,0 millones de FO corresponde al beneficio neto estatutario del Banco según los criterios contables anteriores. En el cuadro superior, esta cifra se ha convertido a DEG al tipo de cambio del 31 de marzo de 2003. La sección D más adelante muestra la conversión y reformulación de la Cuenta de pérdidas y ganancias del Banco.
3. Los ajustes de esta columna están principalmente relacionados con las nuevas valoraciones descritas a continuación:

El oro y los depósitos en oro se han vuelto a valorar desde el equivalente a 208 dólares de Estados Unidos por onza hasta su precio de mercado a 31 de marzo de 2003, situado en 244,11 DEG por onza (335,18 dólares de Estados Unidos).

Los instrumentos financieros en divisas se han vuelto a valorar desde su coste histórico amortizado hasta su precio de mercado. Las plusvalías no realizadas de valores de inversión se transfirieron a la reserva de nueva valoración de títulos (incluida en la rúbrica "Otros recursos propios").

Los instrumentos financieros derivados se han vuelto a valorar desde su coste histórico amortizado (incluido en el pasivo a su valor neto) hasta su precio bruto de mercado.

4. Las cantidades recogidas en esta columna incluyen:  
El ajuste del capital social del Banco tras el redondeo a la baja del valor nominal de cada una de sus acciones desde 5.696 DEG por acción hasta 5.000 DEG. El exceso resultante, por valor de 92,1 millones de DEG, se transfirió desde el capital social hacia el fondo de reserva libre.  
La transferencia del saldo de la cuenta de diferencias de valoración a reservas, como consecuencia de la modificación de los criterios contables que aplica el Banco a las diferencias resultantes de la conversión de divisas.  
La transferencia, desde reservas estatutarias hacia la reserva de nueva valoración del oro, del exceso entre el precio de mercado del oro propiedad del Banco de 244,11 DEG (335,18 USD) por onza y su valor anterior equivalente a 208 USD por onza.
5. Las cifras de esta columna se refieren al ajuste introducido para reflejar la modificación del criterio contable aplicado a los activos y pasivos del Banco, desde el criterio basado en la fecha valor utilizado previamente hasta el nuevo criterio fundamentado en la fecha de operación.
6. Esta columna recoge las cifras definitivas del Balance de situación en DEG, que coinciden con la suma de los importes de las columnas 2 a 5.

**C. Conversión y reformulación de las reservas estatutarias del Banco**

A continuación puede verse cómo se han convertido a DEG los recursos propios denominados en francos oro correspondientes a las cuentas a 31 de marzo de 2003 auditadas y publicadas (aprobadas por la Asamblea General Anual celebrada el 30 de junio de 2003) y cómo se han reformulado a fin de reflejar las modificaciones introducidas en los criterios contables.

Columna/notas	Balance de situación	Convertido a DEG	Nuevas valoraciones	Reclasificaciones	Balance de situación
	Mill FO				Mill DEG
	1	2	3	4	5
Fondo de reserva legal	33,1	46,8	19,3	-	66,1
Fondo de reserva general	1.494,5	2.113,2	266,5	-	2.379,7
Fondo de reserva especial para dividendos	74,5	105,3	-	-	105,3
Fondo de reserva libre	3.345,1	4.730,0	291,4	(49,8)	4.971,6
<b>Total de reservas estatutarias</b>	<b>4.947,2</b>	<b>6.995,3</b>	<b>577,2</b>	<b>(49,8)</b>	<b>7.522,7</b>

*Notas a la conversión y reformulación de las reservas estatutarias del Banco*

1. Esta columna incluye las cifras denominadas en francos oro correspondientes al Balance de situación a 31 de marzo de 2003, auditado y publicado, antes de la distribución del beneficio neto del año.
2. Las cantidades de esta columna reflejan la conversión a DEG de las cifras en francos oro de la columna 1 al tipo de cambio vigente en la fecha del Balance de situación, 1 DEG = 0,7072146 FO (1 DEG = 1,3730456 USD).
3. Las cifras de esta columna muestran la nueva valoración del oro y los depósitos en oro (recogida en los fondos de reserva legal y general) y de los instrumentos financieros (recogida en el fondo de reserva libre). En la nota 3 de la Sección B se explican con más detalle las modificaciones del Balance citadas anteriormente.
4. Las cantidades recogidas en esta columna incluyen:  
El ajuste del capital social del Banco tras el redondeo a la baja del valor nominal de cada una de sus acciones desde 5.696 DEG por acción hasta 5.000 DEG. El exceso resultante, por valor de 92,1 millones de DEG, se transfirió desde el capital social hacia el fondo de reserva libre.

La transferencia del saldo de la cuenta de diferencias de valoración a reservas, como consecuencia de la modificación de los criterios contables que aplica el Banco a las diferencias resultantes de la conversión de divisas.

La transferencia, desde reservas estatutarias hacia la reserva de nueva valoración del oro, del exceso entre el precio de mercado del oro propiedad del Banco de 244,11 DEG (335,18 USD) por onza y su valor anterior equivalente a 208 USD por onza.

5. Esta columna recoge las cifras definitivas del Balance de situación en DEG, que coinciden con la suma de los importes de las columnas 2 a 4.

**D. Conversión y reformulación de la Cuenta de pérdidas y ganancias del Banco**

A continuación puede verse cómo se han convertido a DEG las cifras denominadas en francos oro correspondientes a la Cuenta de pérdidas y ganancias a 31 de marzo de 2003 auditada y publicada (aprobada por la Asamblea General Anual celebrada el 30 de junio de 2003) y cómo se han reformulado a fin de reflejar las modificaciones introducidas en los criterios contables. Los títulos de las columnas del cuadro que aparece a continuación son los de la Cuenta de pérdidas y ganancias del año pasado, que han sido modificados en la Cuenta de este año.

Columna/notas	Cuenta de pérdidas y ganancias	Convertido a DEG	Nuevas valoraciones	Ajustes por fecha de operación	Reclasificaciones	Cuenta de pérdidas y ganancias
	Mill FO	2	3	4	5	Mill DEG
	1					6
<b>Intereses netos y otros ingresos de explotación</b>	<b>359,2</b>	<b>525,4</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>9,4</b>	<b>598,3</b>
a deducir: Gastos de administración	(98,3)	(142,3)	-	-	-	(142,3)
<b>Beneficio de explotación</b>	<b>260,9</b>	<b>383,1</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>9,4</b>	<b>456,0</b>
Beneficio de la venta de valores de inversión	108,2	156,4	-	-	(9,4)	147,0
Recompra de acciones – interés del laudo arbitral	(7,1)	(10,2)	-	-	-	(10,2)
<b>Beneficio neto del ejercicio financiero</b>	<b>362,0</b>	<b>529,3</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	-	<b>592,8</b>
Ajuste al tipo de cambio a finales de año						(17,4)
<b>Saldo de la Cuenta de pérdidas y ganancias</b>						<b>575,4</b>

*Notas a la conversión y reformulación de la Cuenta de pérdidas y ganancias del Banco*

1. Esta columna incluye las cifras denominadas en francos oro de la Cuenta de pérdidas y ganancias auditada y publicada correspondiente al ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2003.
2. Las cantidades de esta columna reflejan la conversión a DEG de las cifras denominadas en francos oro de la columna 1 al tipo de cambio medio correspondiente al ejercicio.
3. El ajuste de esta columna representa la variación del beneficio neto no realizado al contabilizar los activos y pasivos financieros del Banco así como sus derivados a precios de mercado en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

4. Aquí se recoge el ligero impacto que ha tenido en el beneficio la utilización del criterio contable basado en la fecha de operación para los activos, pasivos y derivados del Banco, en vez del criterio previamente utilizado fundamentado en la fecha valor.

5. En esta columna se registra la nueva clasificación de los beneficios por valoración obtenidos de los instrumentos derivados a raíz de la introducción de los nuevos criterios contables en el Banco.

6. Esta columna recoge las cifras definitivas de la Cuenta de pérdidas y ganancias en DEG, que coinciden con la suma de los importes de las columnas 2 a 4.

### **E. Diferencias por conversión de divisas**

En el epígrafe "Evolución de los recursos propios del Banco" de la página 229 aparece una diferencia negativa de 275,8 millones de DEG, por la conversión de divisas en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2003. Dicha diferencia se produjo porque la proporción de activos de inversión del Banco (distintos de oro y depósitos en oro) denominados en dólares de Estados Unidos (67% a 31 de marzo de 2002) era superior a la proporción de dólares estadounidenses en la cesta de monedas que componen el DEG (en torno al 46%) y porque el dólar se depreció aproximadamente un 10% frente al DEG durante el ejercicio.

Con anterioridad al 1 de abril de 2003, la proporción de activos invertidos en cada moneda reflejaba en líneas generales la importancia relativa de las principales divisas en las reservas internacionales de divisas y en las operaciones financieras con divisas. Las diferencias cambias resultantes de esta estratégica pasiva de gestión del riesgo de divisas quedaron reflejadas como recursos propios en la cuenta de diferencias de valoración.

Además de utilizar el DEG como moneda de los estados financieros en vez del franco oro, el Banco también modificó su política para que la composición de monedas de sus activos de inversión (distintos de oro y depósitos en oro) guardara mayor relación con la cesta de monedas que componen el DEG. Esta política cuenta con una excepción provisional, debido a la recompra de acciones que el BPI ha llevado a cabo durante el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2001, pendiente de su redistribución por parte del Consejo (véase la nota 31).

Por ello, esta diferencia negativa por la conversión de monedas se ha llevado a recursos propios en vez de incluirla como beneficio neto, ya que se debe al cambio de la moneda de cuenta con efectos a 1 de abril de 2003 y no forma parte del resultado de explotación del Banco.

### **32. Acontecimiento posterior**

Además de la acción legal emprendida en el Tribunal Arbitral de la Haya que concluyó con el laudo arbitral firme de 19 de septiembre de 2003 (véase la nota 15), la retirada de las acciones del BPI en manos privadas también originó una demanda interpuesta por otro grupo de antiguos accionistas privados ante el Tribunal Comercial de París. Este Tribunal dictó una resolución preliminar (sin analizar el fondo del asunto) en marzo de 2003, en virtud de la cual se declara competente para dictaminar sobre las demandas que persiguen un aumento del importe de la indemnización. El Banco recurrió a continuación esta resolución ante el Tribunal de Apelación de París, alegando que el Tribunal Arbitral de La Haya es el único órgano competente para dictaminar sobre esta cuestión. El 25 de febrero de 2004, el Tribunal de Apelación de París falló a favor del Banco, concluyendo que el Tribunal Comercial de París no tenía competencia para resolver dichos asuntos. En abril de 2004, un pequeño grupo de antiguos accionistas privados emprendieron acciones ante el Tribunal de Casación francés para solicitar la anulación del fallo del tribunal de apelación acerca de sus competencias. El Banco estima que esta acción carece de todo fundamento, por lo que no ha dotado provisión alguna en previsión de estas demandas.

# Informe de los auditores

Informe de los auditores  
al Consejo de Administración y a la Asamblea General  
del Banco de Pagos Internacionales (Basilea)

Hemos llevado a cabo la auditoría de los presentes estados financieros (páginas 226 a 249) del Banco de Pagos Internacionales. En virtud de los Estatutos del Banco, los estados financieros se componen del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias, a los que acompañan las Notas. Los estados financieros han sido elaborados por la Dirección del Banco de conformidad con los Estatutos y los principios de valoración descritos en las notas que describen los principales criterios contables utilizados. Nuestra responsabilidad, de conformidad con los Estatutos del Banco, consiste en formarnos una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias a partir de nuestra auditoría y en ponerla en conocimiento de ustedes.

Nuestra auditoría abarcó el examen, mediante pruebas selectivas, de los comprobantes de las cifras del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias y de otras indicaciones relacionadas con ellas. Hemos recibido toda la información y explicaciones que hemos requerido para asegurarnos de que el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias no contienen errores sustanciales y estimamos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable para formarnos nuestro juicio.

En nuestra opinión, los estados financieros, incluidas las notas que los acompañan, han sido debidamente redactados y reflejan de un modo fidedigno la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2004, así como los resultados de sus operaciones durante el ejercicio cerrado a esa fecha, cumpliendo así con los Estatutos del Banco.

PricewaterhouseCoopers AG

Anthony W Travis

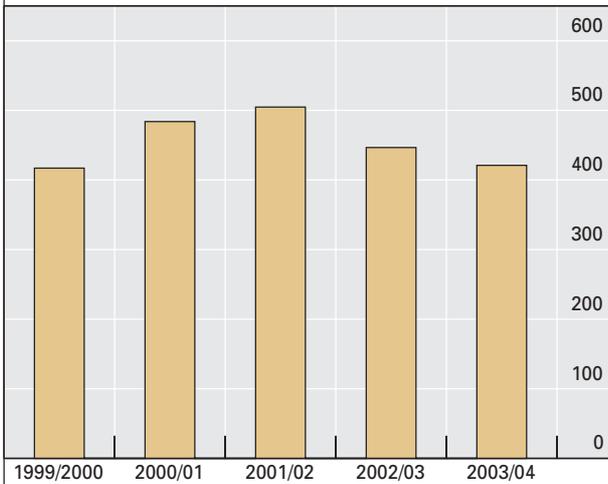
Albert Schönenberger

Basilea, 10 de mayo de 2004

## Resumen gráfico de los últimos cinco años

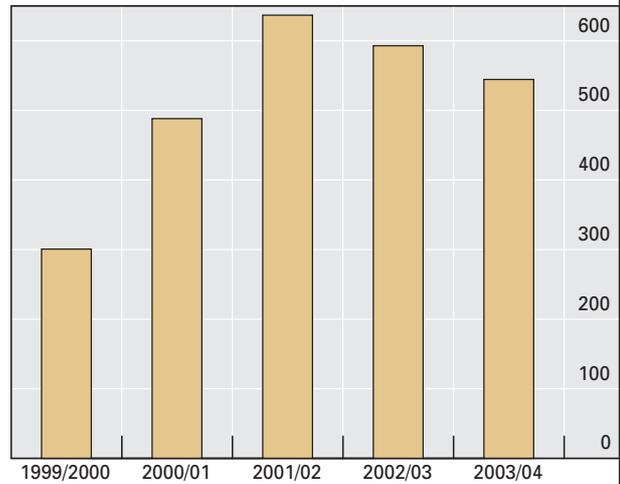
### Beneficio de explotación

En millones de DEG



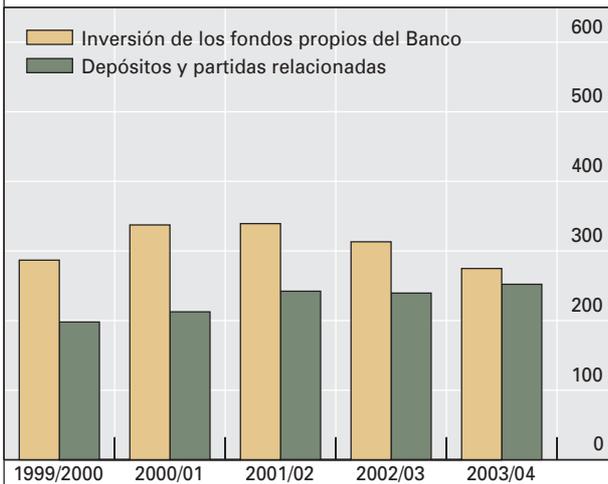
### Beneficio neto

En millones de DEG



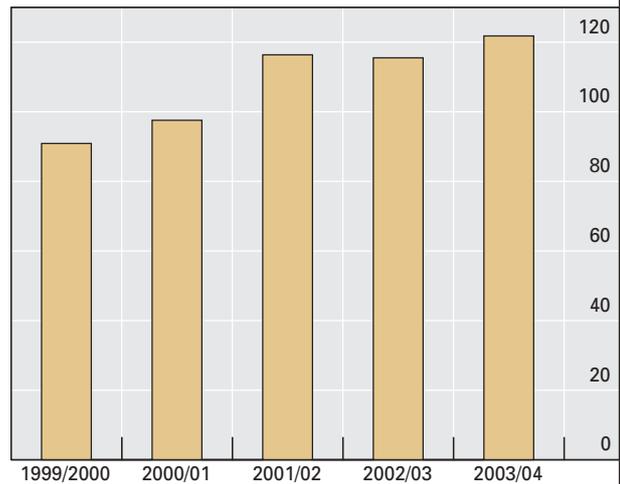
### Intereses netos percibidos por inversiones en divisas

En millones de DEG



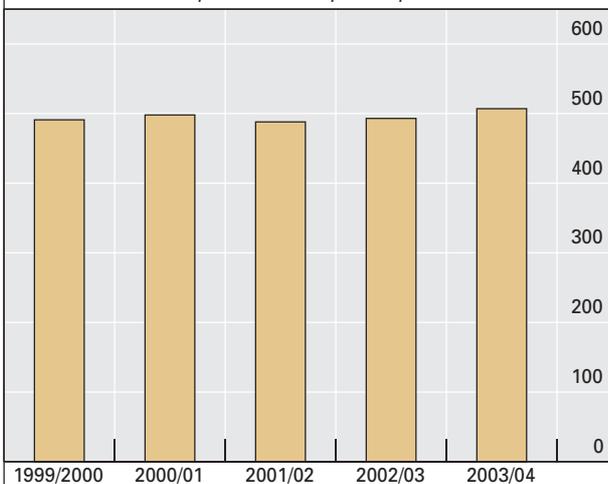
### Promedio de depósitos en divisas (según criterios de devengo y de fecha valor)

En miles de millones de DEG



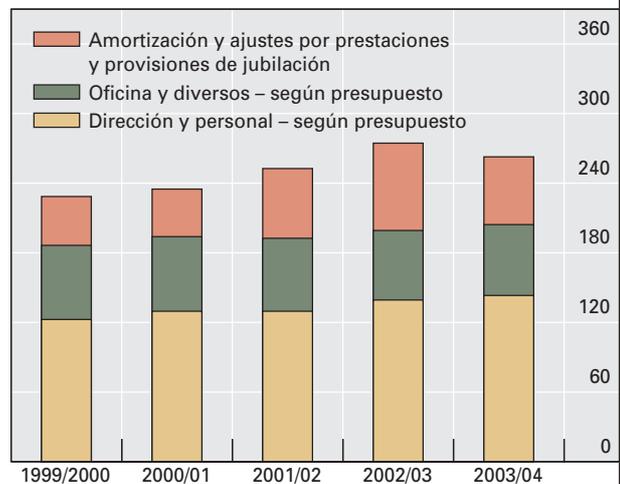
### Promedio de empleados

En términos de empleados a tiempo completo



### Gastos de explotación

En millones de CHF



Nota: la información financiera de los años anteriores a 2002/03 se basa en las mejores estimaciones.

